

Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего профессионального образования  
Санкт-Петербургский государственный университет  
Институт «Высшая школа менеджмента»

**ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ ТОП-МЕНЕДЖМЕНТА  
И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ**

Выпускная квалификационная работа  
студента 4 курса бакалаврской программы,  
профиль – Финансовый менеджмент  
**БУРДЕЙНОГО Романа**

---

Научный руководитель  
к.ф.-м.н., доцент кафедры финансов и учета  
БЕРЕЗИНЕЦ Ирина Владимировна

---

Санкт-Петербург

2017

## **Заявление о самостоятельном выполнении выпускной квалификационной работы**

Я, Бурдейный Роман, студент 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Вознаграждение топ-менеджмента и результативность деятельности компаний», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

\_\_\_\_\_ (Подпись студента)

\_\_\_\_\_ (Дата)

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ОГЛАВЛЕНИЕ .....	3
ВВЕДЕНИЕ .....	4
ГЛАВА 1. ТРУДОВОЙ КОНТРАКТ И ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ СЕО .....	8
1.1.    Вознаграждение СЕО .....	8
1.1.1.    Сущностные аспекты вознаграждения.....	8
1.1.2.    Структура вознаграждения СЕО.....	11
1.2.    Трудовой контракт СЕО.....	16
1.2.1.    Понятие трудового контракта .....	16
1.2.2.    Структура трудового контракта СЕО.....	18
1.2.3.    Кейс «Эволюция трудового контракта СЕО First Financial Bancorp Клода Дэвиса»..	25
ГЛАВА 2. ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ .....	32
2.1.    Понятие финансовой результативности .....	32
2.2.    Показатели финансовой результативности .....	33
2.2.1.    Рыночные показатели финансовой результативности.....	34
2.2.2.    Бухгалтерские показатели финансовой результативности.....	36
ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ .....	42
3.1.    Обзор литературы и формулировка гипотез .....	42
3.2.    Методология эмпирического исследования.....	46
3.3.    Формирование выборки и описательная статистика переменных.....	51
3.4.    Эконометрический анализ и основные выводы.....	63
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	73
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	76
ПРИЛОЖЕНИЕ. СТАТИСТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ПЕРЕМЕННЫХ ИССЛЕДОВАНИЯ ...	82

## ВВЕДЕНИЕ

Корпоративное управление становится детерминантой успешного функционирования компаний. В различных исследованиях все чаще поднимаются вопросы корпоративного управления. Авторы пытаются определить лучшие практики корпоративного управления, стремятся ответить на вопрос, как правильно выстроить взаимодействие акционеров, совета директоров и топ-менеджмента компании. Значительная часть исследований посвящается вопросам вознаграждения топ-менеджмента, в частности тому, какой должна быть структура вознаграждения. Причем большинство этих вопросов рассматриваются в их взаимосвязи с результативностью компаний. Например, какое должно быть соотношение краткосрочного и долгосрочного вознаграждения менеджмента, чтобы компания демонстрировала высокие результаты деятельности по итогам года? Есть ли действительно связь между тем, сколько платят CEO, и тем, насколько эффективно работает фирма?

По какой причине возникает вопрос о наличии взаимосвязи между результативностью и вознаграждением? С одной стороны, агентская теория, изложенная в работах Берле и Минза (Berle, Means, 1932), Дженсена и Меклинга (Jensen, Meckling, 1976) и Фамы и Дженсена (Fama, Jensen, 1983), предполагает, что мощным инструментом снижения оппортунистического поведения менеджеров и числа конфликтов между собственниками и менеджментом могут быть компенсационные политики, связывающие их вознаграждение с богатством акционеров [Jensen, Murphy, 1990], [Murphy, 1999]. С другой стороны, темп роста вознаграждения топ-менеджеров, в последние десятилетия опережающий темп роста фирм, ставит под вопрос уверенность акционеров в том, что между величиной компенсационных пакетов высшего руководства и результатами деятельности компаний существует взаимосвязь [Joysse, 2001]. Таким образом, возникает **проблема**, заключающаяся в том, что положения агентской теории в части вознаграждения менеджеров по результатам деятельности на практике не всегда имеют место.

В связи с этим данная работа, посвященная исследованию взаимосвязи между вознаграждением топ-менеджмента и результативностью деятельности компаний, является актуальной. Как пишет [Друкер, 2007, с. 56], CEO<sup>1</sup> является ключевым топ-менеджером и связующим звеном между организацией и внешней средой, поэтому именно он – «главный герой» представленного в выпускной квалификационной работе исследования.

---

<sup>1</sup> Главный исполнительный директор (англ. Chief Executive Officer, CEO) – высшее должностное лицо компании, выступающая в роли доверенного лица, нанятого акционерами для управления компанией в их собственных интересах [Lin, 2014].

**Актуальность** темы также подтверждается высоким интересом общественности и СМИ к беспрецедентным выплатам топ-менеджменту. Например, [The New York Times, 2016] в мае 2016 г. опубликовал рейтинг наиболее оплачиваемых CEO, согласно которому больше всех в 2015 г. заработал CEO компании Expedia Дара Хосровшахи (Dara Khosrowshahi) – \$94,6 млн. Недавно проведенный исследователями из Стэнфордского университета [Larcker et al., 2016] опрос 1 202 респондентов показал, что 74% американцев считают уровень вознаграждения CEO 500 крупнейших публичных компаний значительно завышенным по сравнению со средним вознаграждением рабочего.

С другой стороны, актуальность данной темы подтверждается большим числом научных публикаций. В одних исследованиях по данной тематике установлена прямая взаимосвязь между результативностью компаний и различными видами вознаграждения CEO ([Ozkan, 2007], [Kuo et al., 2013]), в других – обратная ([Matolcsy et al., 2012]). В исследованиях, которые проводились для финансового сектора, также была установлена взаимосвязь между финансовой результативностью банков и вознаграждением CEO ([Cuñat, Guadalupe, 2009], [John, Mehran, 2010], [Matousek, Tzeremes, 2016]). Кроме того, активно изучаются и обсуждаются вопросы о роли трудового контракта CEO, закрепляющего обязательство компании выплатить вознаграждение в обмен на труд, и его взаимосвязи с результативностью фирм ([Schwab, Thomas, 2006], [Zhao, 2013], [Song, Wan, 2014]).

**Основной исследовательский вопрос** данной работы, возникший после изучения указанной проблематики, можно сформулировать так: «Нужен ли такой инструмент мотивации CEO как трудовой контракт и будет ли вознаграждение CEO стимулировать его на результативную работу?» Как это следует из сформулированного вопроса, речь идет о мотивировании CEO через грамотное структурирование трудового контракта и адекватную величину выплат. Поэтому, **цель** данной работы состоит в том, чтобы выявить взаимосвязь между результативностью деятельности компаний и мотивацией CEO через вознаграждение и использование трудовых контрактов.

Работа выполнена в **формате** эмпирического исследования. Для достижения поставленной цели в работе формулируются и последовательно решаются следующие **задачи**:

1. Выявить сущностные аспекты понятия «вознаграждение» и осветить вопросы, связанные со структурой вознаграждения CEO;
2. Определить понятие трудового контракта и выявить структуру трудового контракта CEO;

3. Представить обзор исследований, направленных на определение и изучение методов измерения показателей финансовой результативности, и обосновать выбор показателей финансовой результативности банков для проведения эмпирического исследования;
4. Провести эмпирическое исследование, направленное на выявление взаимосвязи между результативностью банков США и мотивацией CEO посредством вознаграждения и трудовых контрактов;
5. Проанализировать полученные результаты эмпирического исследования, сделать выводы и на их основе дать практические рекомендации.

**Объектом** исследования выступают банки, торгующиеся на американском фондовом рынке и входящие в индекс S&P 1500 Composite. **Предметом** исследования является взаимосвязь между результативностью банков и мотивацией CEO через трудовые контракты и вознаграждение.

В **выборку** исследования вошли 71 банк США, торгующихся на американском фондовом рынке и входящих в индекс S&P 1500 Composite в период с 2013 по 2015 гг. Информация для проведения эмпирического исследования о финансовой результативности банков, вознаграждении и структуре трудовых контрактов CEO была получена из следующих **источников**:

- прокси-отчеты по форме DEF 14A для Комиссии по ценным бумагам и биржам США;
- трудовые контракты CEO;
- база данных Thomson Reuters Eikon.

Теоретическое обоснование выпускной квалификационной работы основано на классических монографиях и учебниках и современных зарубежных и российских исследованиях на тему вознаграждения и результативности. В частности, «Эффективное вознаграждение топ-менеджеров: создание стратегии совокупного вознаграждения для топ-менеджеров» М. Грэхэма, Т. Рота и Д. Дугана<sup>2</sup>, «Практика управления человеческими ресурсами» М. Армстронга<sup>3</sup>, «Принципы корпоративных финансов. Базовый курс» Р. Брейли, С. Майерса и Ф. Аллена<sup>4</sup> и др. Статистический и эконометрический анализы проведены с использованием пакета Stata.

**Структура работы** соответствует логике выполнения поставленных задач и состоит из введения, трех глав, заключения, списка источников и приложений.

---

<sup>2</sup> См. [Graham et al., 2008]

<sup>3</sup> См. [Армстронг, 2004]

<sup>4</sup> См. [Брейли и др., 2015]

**Первая глава** разделена на две части. В первой части выявляются сущностные аспекты вознаграждения и дается анализ современной структуры материального вознаграждения CEO. Во второй части определяется понятие трудового контракта, представляется структура современного трудового контракта CEO, а также описывается кейс «Эволюция трудового контракта CEO First Financial Bancorp Клода Дэвиса».

Во **второй главе** представляется обзор взглядов на понятие «финансовая результативность» и приводится его дефиниция. Также в данной главе дается определение понятию показателя финансовой результативности и представляется описание основных из них.

В **третьей главе** представлены результаты эмпирического исследования, направленного на выявление взаимосвязи между финансовой результативностью банков США и вознаграждением с использованием трудовых контрактов CEO. В частности, представлено обоснование гипотез исследования, описывается методология эмпирического исследования, процесс сбора данных и процесс формирования выборки. На основе анализа полученных результатов сделаны выводы по проведенному исследованию, и на их основе даны практические рекомендации.

**Практическая значимость** данного исследования заключается в том, что на основании его результатов можно говорить, что использование трудовых контрактов для мотивации топ-менеджмента банков (в частности, CEO) будет целесообразней для небольших банков. В этом случае, их финансовая результативность (ROE) будет выше. Кроме того, такой инструмент как контракты предлагается использовать для мотивации CEO в тех банках, которые находятся на начальных этапах своего жизненного цикла, когда их размер не очень велик. При этом для мотивации CEO в таких банках следует делать акцент на денежную часть вознаграждения. Особое внимание следует уделять самой структуре контракта. В частности, подробно прописывать размеры и условия вознаграждения или заключать контракты на определенный срок. Наконец, результаты данной работы могли бы быть полезны исследователям, заинтересованным в вопросах корпоративного управления, в частности в области вознаграждения менеджмента.

# ГЛАВА 1. ТРУДОВОЙ КОНТРАКТ И ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ СЕО

## 1.1. Вознаграждение СЕО

### 1.1.1. Сущностные аспекты вознаграждения

Американский ученый, экономист, публицист и один из самых влиятельных теоретиков менеджмента XX века Питер Фердинанд Друкер (Peter Ferdinand Drucker) выделял следующие пять базовых функций менеджмента: постановка целей, организаторская работа, мотивация подчиненных, измерение показателей и развитие подчиненных [Друкер, 2007, с. 342]. Он же отмечал, что функция мотивации реализуется путем стимулирования и вознаграждения. *Стимулирование* – это процесс побуждения к деятельности для достижения целей организации [Мишурова, Кутелев, 2004, с. 6]. Понятие *вознаграждение* представляется важным рассмотреть более подробно.

Американский специалист в области вознаграждения персонала и автор множества книг на данную тему Ричард Хендерсон определяет *вознаграждение* как «*все, что наемный работник может ценить и желать и что работодатель в состоянии или желает предложить в обмен на вклад наемного работника в выполнение организацией ее миссии*», а *компенсацию* как *часть вознаграждения*, а именно все те «вознаграждения, которые можно классифицировать как монетарную или натуральную оплату» [Хендерсон, 2004, с. 83]. В качестве монетарной оплаты выступают денежные средства и их эквиваленты, а натуральной оплаты – «товары или услуги, которые используются вместо денег и предоставляются как некий эквивалент стоимости того, что предлагается». Иначе говоря, Хендерсон называет компенсацией всю материальную часть вознаграждения.

Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 19 «Вознаграждение работникам» определяет *вознаграждение* как «*все формы возмещения, которые предприятие предоставляет работникам в обмен на оказанные ими услуги или расторжение трудового соглашения*» [IAS 19].

Американским трактовкам вознаграждения не противоречат и отечественные авторы. Так, исследователи Соломанидины указывают, что «под *вознаграждением* понимается *все то, что представляет для работника ценность или может казаться ему ценным*» [Соломанидина, Соломанидин, 2005, с. 141]. Они отмечают, что оно бывает двух видов: внутреннее и внешнее. Внутреннее вознаграждение – это «психологическое состояние работающей личности, определяемое чувствами удовлетворения от работы, радости созидательного творческого труда, осознанием значимости своей деятельности», т.е. все то, что Р. Хендерсон называет некомпенсационным компонентом вознаграждения. Внешнее вознаграждение – это заработная плата, премии, льготы и пр., т.е. материальная



часть вознаграждения, которая призвана «компенсировать работнику затраты его труда в производственном процессе». Как отмечалось ранее, Хендерсон называет данную часть вознаграждения компенсацией.

Отдельно стоит рассмотреть причины различного отношения к терминам «вознаграждение» и «компенсация». Скорее всего, они связаны с приверженностью концептуальным предположениям двух разных теорий, предложенных американским социальным психологом Дугласом МакГрегором, – теории X и теории Y соответственно [McGregor, 1960, с. 33-57]. Теория X предполагает, что большинство людей не любят работать, брать на себя ответственность, предпочитают быть ведомыми, у них слабо развиты творческие способности для решения задач, и они должны находиться под постоянным контролем и страхом наказания для достижения целей компании. Соответственно, любой работник требует компенсации за то, что он делает ту работу, которую ему делать не хочется. Теория Y предполагает, что работа на выгодных условиях для работника очень приятна, что люди активно применяют творческие способности при решении задач, а также обладают самоконтролем. То есть делается акцент на психологической удовлетворенности от работы или том, что Р. Хендерсон называет некомпенсационным компонентом вознаграждения. Таким образом, теория Y расширяет идею компенсации усилий за счет психологической удовлетворенности от работы, и мы получаем термин «вознаграждение» как совокупность компенсационного и некомпенсационного компонентов.

Таким образом, **сущность вознаграждения** заключается в следующем. Во-первых, вознаграждение – это обязательно то, что *представляет ценность* для работника. Во-вторых, это вообще *все*, что для работника является ценным, т.е. не только материальные (зарплата, премии и пр.), но и нематериальные (удовлетворенность работой и пр.) компоненты. В-третьих, вознаграждение может быть получено только *в обмен* на совершение каких-либо действий в пользу организации.

*В рамках данной работы под понятием **вознаграждения** будет пониматься все, что будет представлять ценность для CEO, вне зависимости от формы (материальные и нематериальные компоненты), и что может быть получено только в обмен на совершение каких-либо действий в пользу компании.*

Беспрецедентные выплаты топ-менеджменту компаний вызывают неподдельный интерес к теме вознаграждения в наши дни. СМИ пестрят заголовками о том, сколько зарабатывают первые лица крупнейших корпораций. Например, The New York Times в мае 2016 г. опубликовал рейтинг наиболее оплачиваемых CEO, согласно которому больше всех

в 2015 г. заработал CEO компании Expedia Дара Хосровшахи (Dara Khosrowshahi) – \$94,6 млн. [Russel, Williams, 2016].

В то же время, общественность считает вознаграждения CEO завышенными. Например, недавно проведенный Стэнфордским университетом [Larcker et al., 2016] опрос 1 202 респондентов показал, что 74% американцев считают уровень вознаграждения CEO 500 крупнейших публичных компаний значительно завышенным по сравнению со средним вознаграждением рабочего.

Вознаграждение также является одним из основных стимулов к труду. [Брейли и др. 2015, с. 27] отмечают, что «секрет успешного финансового управления компанией заключается в увеличении ее ценности». Этого можно достичь только в случае эффективной деятельности сотрудников компании, которая невозможна без наличия соответствующей мотивации последних. Так как вознаграждение способствует росту мотивации менеджмента, оно играет ключевую роль в создании ценности фирмы. Этот факт служит одним из объяснений роста научного интереса к проблеме взаимосвязи между вознаграждением и финансовыми результатами компаний.

Таким образом, в наши дни тема вознаграждения CEO является особенно актуальной. И это первая из двух причин того, почему «главным героем» данной работы будет являться именно CEO (а точнее его вознаграждение), а не какие-либо другие топ-менеджеры компании.

Вторая причина заключается в той важной роли, которую CEO играет в компании. Единого законодательно установленного определения этого термина не существует. **Главный исполнительный директор** (Chief Executive Officer, CEO) – высшее должностное лицо компании, выступающая в роли доверенного лица, нанятого акционерами для управления компанией в их собственных интересах [Lin, 2014]. Существует в странах с англосаксонской экономической моделью. В российской практике наиболее близкой по смыслу должностью является должность генерального директора.

Как правило, функции CEO определяются уставом организации и ее внутренними нормативными документами. В американской практике эту должность может занимать отдельный человек, Председатель совета директоров или Президент компании. Бывают и случаи, когда все три должности занимает один и тот же человек.

Как отмечает П. Дракер, CEO является связующим звеном между организацией и внешней средой, при этом «внутри есть только затраты, а результаты есть только вовне» [Друкер, 2007, с. 56]. Бывший CEO и Председатель совета директоров Procter & Gamble А. Лафли (A. Lafley) отмечает, что только CEO способен полностью ощущать влияние внешней среды и отвечать за ее «понимание, интерпретацию и представление таким

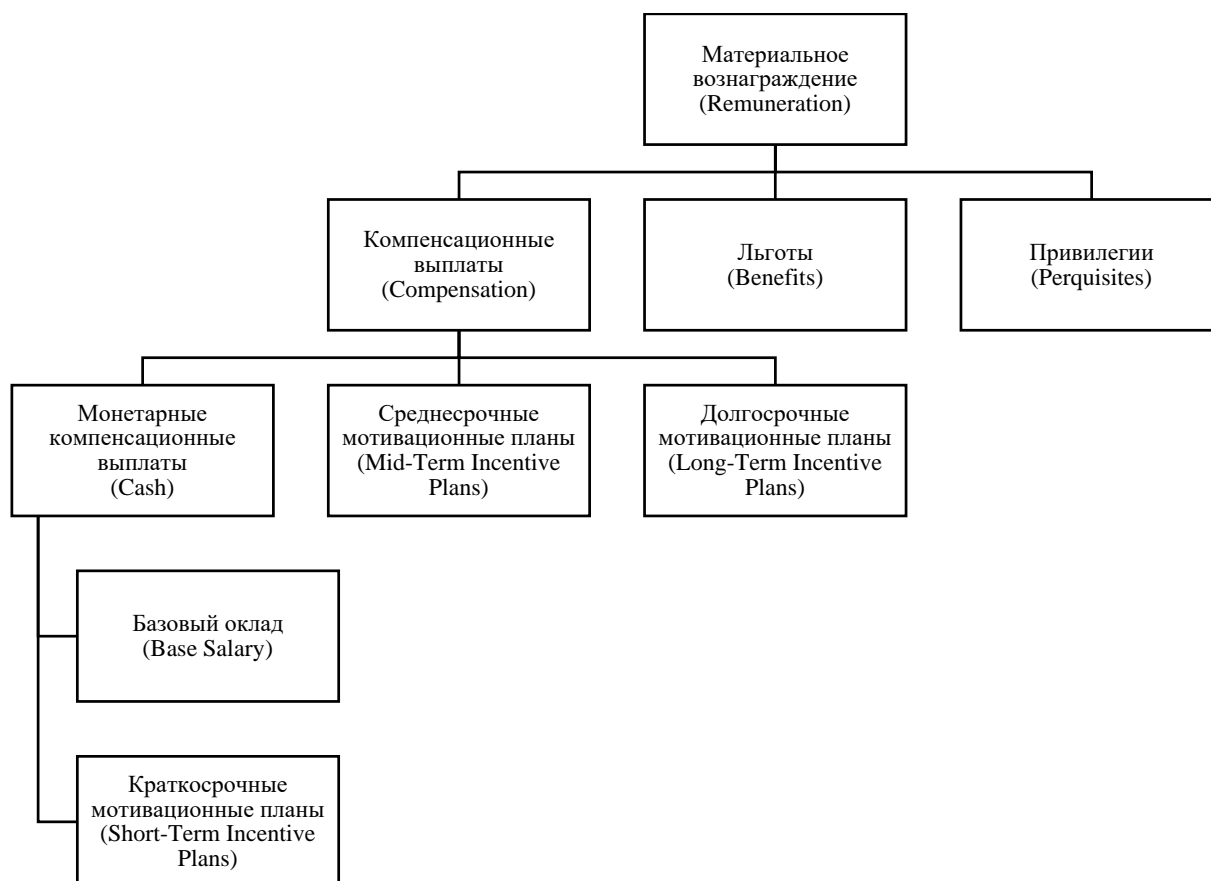
образом, чтобы обеспечить адекватную реакцию компании в виде устойчивых продаж, прибыли и богатства акционеров» [Lafley, 2009]. Он объясняет это тем, что все остальные топ-менеджеры «имеют более узкий горизонт видения и отвечают по большей части лишь за одно направление». Автор также выделяет четыре основополагающие задачи CEO как связующего звена между внутренним и внешним миром: «определение ... значимости внешней среды, постоянный анализ и ответ на двойной вопрос, каким бизнесом мы занимаемся и каким бизнесом мы не занимаемся, нахождение баланса между настоящим (текущей доходностью) и будущим (необходимыми инвестициями), а также выработка организационных ценностей и стандартов».

Таким образом, поскольку тема вознаграждения CEO на сегодняшний день является актуальной, а также потому, что CEO играет важнейшую роль в судьбе компании, «главным героем» данной работы будет являться именно CEO, а точнее его вознаграждение.

### ***1.1.2. Структура вознаграждения CEO***

Рассмотрим основные составляющие вознаграждения CEO, основываясь на трех источниках: «Практика управления человеческими ресурсами» (М. Армстронг), «Система вознаграждения: Как разработать цели и KPI» (Е. Ветлужских) и «Effective Executive Compensation: Creating a Total Rewards Strategy for Executives» (M.D. Graham, T.A. Roth, D. Dugan).

Структура вознаграждения CEO представлена на рис. 1. *Здесь и далее будет рассматриваться только материальное, или внешнее, вознаграждение американских CEO, т.е. все вознаграждение, которое можно классифицировать как монетарную или натуральную оплату* [Хендерсон, 2004, с. 83]. Оно призвано компенсировать CEO затраты его труда в процессе работы и включает в себя компенсационные выплаты, а также различные льготы и привилегии. Компенсационные выплаты состоят из базового оклада и мотивационных планов различной срочности. Оклад представляет собой постоянную (фиксированную) часть вознаграждения, а мотивационные планы – переменную, привязанную к результатам работы CEO. Следует отметить, что поскольку указанная классификация видов вознаграждения CEO является достаточно условной, инструменты, используемые в мотивационных планах, на практике могут применяться и в течение периодов, не совпадающих с теми, что указаны в данной классификации.



**Рис. 1.** Структура вознаграждения CEO. Составлено по:  
[Армстронг, 2004, с. 533-634], [Graham et al., 2008, Гл. 12], [Ветлужских, 2014]

**Базовый оклад (Base Salary)** – это постоянная часть компенсационного пакета CEO, которая определяется Советом директоров и не привязывается к результатам деятельности компании. Его величина устанавливается на основе рыночного исследования окладов CEO компаний-аналогов с корректировками на личность конкретного CEO и исчисляется в годовом выражении. Базовый оклад часто выступает основой для определения величины совокупного вознаграждения (Remuneration), так как является базой для начисления премий (% от оклада), опционов на акции (коэффициент от оклада), пенсионных выплат (пропорционально окладу) и т.д. На конец первой декады XXI века средний базовый оклад в США составлял от 500 000 до \$1 000 000 в год [Graham et al., 2008, Гл. 8]. Например, базовый оклад CEO JPMorgan Chase & Co. Уильяма Харрисона мл. (William Harrison Jr.) и Джеймса Даймона (James Dimon) составлял \$1 млн в 2001-2004 и 2005-2010 гг. соответственно, а с 2011 по сегодняшний день – 1,5 млн долл. [DEF 14A].

**Краткосрочные мотивационные планы STIP (Short-Term Incentive Plans)**, иначе бонусы по результатам года, – это вид вознаграждения продолжительностью до одного года и выплачиваемые преимущественно в денежной форме. Как отмечает [Graham et al., 2008, Гл. 10], при правильном использовании, STIP «могут способствовать фокусированию на краткосрочных приоритетах, увязать вознаграждение с корпоративной и индивидуальной

эффективностью, предложить конкурентный или дифференцированный пакет выплат, увязать расходы на человеческие ресурсы с бизнес-результатами и увеличить лояльность сотрудников».

Поскольку STIP могут быть привязаны к индивидуальным показателям результативности, показателям результативности бизнес-единицы или всей компании в целом, они активно используются для мотивирования CEO. Основные преимущества – гибкость и слабая законодательная зарегулированность: отсутствуют налоговые или бухгалтерские тонкости, которые необходимо учитывать; могут выплачиваться в неограниченном количестве; подлежат вычету из налогооблагаемого дохода пока отвечают предписания раздела 162m Налогового Кодекса США [Graham et al., 2008, Гл. 10]. Основной недостаток – поощрение «близорукости» CEO, т.е. такого поведения, при котором CEO уделяет внимание немедленным успехам в ущерб долгосрочному процветанию.

STIP бывают четырех видов: дискреционные (Discretionary), фондовые (Pool), целевые (Target) и поэтапные (Milestone Incentives) [Graham et al., 2008, Гл. 10]. В связи с тем, что наибольшим мотивационным эффектом обладают целевые бонусы, чаще всего для мотивации CEO используются именно они. Целевые бонусы – это бонусы, выплачиваемые CEO при достижении определенных целей, ключевых показателей эффективности (Key Performance Indicators, KPI).

**Среднесрочные мотивационные планы MTIP (Mid-Term Incentive Plans),** – это вид вознаграждения продолжительностью от одного до пяти лет. Данная часть компенсационных пакетов отдельно выделяется не часто (ее относят к долгосрочной). MTIP применяются только в особенных ситуациях, поэтому их еще называют специальными стимулами (Special Incentives). Например, они могут быть выплачены CEO в случае успешного проведения сделки по слиянию/поглощению.

Можно выделить четыре вида MTIP: проектные (Project-Based), поэтапные (Milestone Incentives), гонорары за успех (Success Fees) и гранты (Challenge Grants). Поскольку перед CEO ставятся комплексные задачи, они вознаграждаются специальными грантами – денежными суммами, выплачиваемыми за выполнение задач повышенной сложности. Например, совет директоров John Corp. переманил CEO Big Insurance Group тем, что предложил ему Challenge Grant следующего вида: если в течение пяти лет будет зафиксирован значительный рост балансовой ценности компании, пропорциональная сумма будет выплачиваться CEO при выходе на пенсию. За 4 года работы акции выросли в цене на 250% [Graham et al., 2008, Гл. 11].

**Долгосрочные мотивационные планы LTIP (Long-Term Incentive Plans)** – это вид вознаграждения продолжительностью от пяти до десяти лет. Период реализации LTIP делится на две части: срок, в течение которого CEO мотивирован на повышение результативности компании (Performance Period), и период вестинга (vesting term), т.е. срок, в течение которого CEO имеет право реализовать права/денежные средства, предоставленные ему компанией. [Graham et al., 2008, Гл. 12] выделяют три ключевые цели LTIP: уравнивание интересов топ-менеджеров и ключевых акционеров; привлечение и удержание топ-менеджеров; содействие развитию долгосрочного мышления.

Большую часть компенсационного пакета CEO американских компаний составляет именно данный вид вознаграждения. В среднем доход CEO в США на 18% состоит из базового оклада, на 22% из STIP и на 60% из LTIP [Wise, 2007]. Премирование осуществляется на базе показателей: рыночная цена акций, чистая прибыль, прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization, EBITDA) или экономическая добавленная ценность (Economic Value Added, EVA™).

Можно выделить три группы LTIP: основанные на приросте цены акций (Appreciation-Based Awards), т.н. полноценное вознаграждение (Full-Value Awards) и планы мотивации в денежной форме (Cash-Based Plans). В отношении CEO применяются виды вознаграждения, относящиеся к первым двум группам. Опционы на акции (Stock Options) предоставляют CEO право приобрести в будущем (в фиксированную дату) акции компании по заранее оговоренной цене (цене исполнения, страйку). Ценность опционов для CEO равна разнице между рыночной ценой акций и страйком. Права на прирост стоимости акций (Stock Appreciation Rights, SARs, так же, как и опционы, относятся к Appreciation-Based Awards) – это по сути те же опционы, только при использовании SARs менеджер напрямую получает эквивалент разницы между рыночной ценой акций фирмы и страйком в виде денежных средств или самих акций. Акции с ограничениями (Restricted Stock), относящиеся к группе Full-Value Awards, представляют собой акции, которые переходят в собственность CEO только после того, как будет выполнено какое-либо заранее установленное ограничительное условие, например, пребывание CEO в должности в течение какого-то срока.

**Льготы**, или бенефиты (Benefits), – это определенные преимущества, предоставляемые отдельным сотрудникам компании в связи с особенностями их должностного статуса, трудового стажа и т.д., с целью компенсации произведенных ими затрат. Льготы топ-менеджерам отличаются от льгот сотрудникам более низких должностей своей величиной. Можно выделить следующие виды льгот CEO:

1. Программы по нетрудоспособности (Disability Programs) – компенсация расходов CEO в случае наступления болезни или кратко- либо долгосрочной нетрудоспособности;
2. Планы сохранения дохода (Income Protection Plans) – пользование определенными услугами за счет средств фирмы (стоматологическое обслуживание, медицинское страхование и пр.).
3. Дополнительные пенсионные планы для руководителей (Supplemental Executive Retirement Plans, SERPs), основная цель которых - поддержание прежнего уровня жизни CEO на пенсии.
4. Программы отложенного вознаграждения (Deferred Compensation Plans) – льгота, позволяющая CEO отложить часть базового оклада, бонусов или доходов от исполнения опционов до пенсии.

**Привилегии топ-менеджерам** (Executive Perquisites, Executive Perks) – это любые преимущества, предоставленные топ-менеджерам, которые находятся за рамками их льгот. Данный инструмент очень гибок и достаточно уникален от компании к компании, а также чрезвычайно важен, особенно на этапе привлечения. Привилегии демонстрируют руководителю его ценность для фирмы, придают ему чувство безопасности, статуса и уверенности в будущем. Из-за своих масштабов и уникальности, надзор (правительственный и государственный) за ними усиливается. Так, в США требуется детальное предоставление информации о любых привилегиях, превышающих 10 000 \$, и льготах более 50 000 \$ или 10% совокупного оклада и бонусов [Graham et al., 2008, Гл. 15].

Можно выделить 4 основных вида привилегий: автомобили (предоставление в пользование автомобиля, самолета и др. транспортных средств), клубы (членство в различных клубах), советники (финансовые консультанты, юристы и пр.) и контракты (например, «золотые парашюты») (от англ. ‘Four C’s: Cars, Clubs, Counseling, and Contracts).

Одна из самых известных привилегий топ-менеджерам – «золотой парашют» (Golden Parachute) – контракт, по которому CEO получает компенсацию (обычно превышающую несколько базовых окладов) в случае его увольнения либо ухода в отставку по собственной инициативе в результате смены собственника фирмы. Применяется как одно из средств противодействия враждебному поглощению. К сожалению, случаются частые случаи злоупотребления. Например, поглощение Gillette компанией Procter&Gamble не было враждебным, однако оно привело в действие «золотой парашют» бывшего на тот момент CEO Gillette (2001–2005) Джеймса Килтса (James Kilts), и после поглощения он вновь вышел на работу, но уже с круглой суммой на счете в банке [Graham et al., 2008, Гл. 15].

Другой популярный инструмент – выходные пособия (Severance Packages), то есть выплаты, которые получает менеджер при потере работы. Они могут также включать использование корпоративных самолетов и оплату налогов на протяжении всей жизни. Филип Парселл (Philip Purcell), бывший CEO Morgan Stanley (1997-2005), получил такую компенсацию в размере \$44 млн. после того, как произошел раскол в топ-менеджменте компании [Dow Jones, 2005].

## **1.2. Трудовой контракт CEO**

### ***1.2.1. Понятие трудового контракта***

Как уже отмечалось, сущность вознаграждения заключается в следующем. Во-первых, вознаграждение – это обязательно то, что *представляет ценность* для работника. Во-вторых, это вообще *все*, что для работника является ценным, т.е. не только материальные (зарплата, премии и пр.), но и нематериальные (удовлетворенность работой и пр.) компоненты. В-третьих, вознаграждение может быть получено только *в обмен* на совершение каких-либо действий в пользу организации.

Рассмотрим, каким образом регулируется вознаграждение. Как известно, вопросами вознаграждения рабочего персонала, рядовых сотрудников и менеджмента низшего и среднего звена занимаются департаменты по управлению человеческими ресурсами (отделы кадров, отделы управления персоналом). Вопросами вознаграждения топ-менеджмента, в том числе и CEO, занимается Совет директоров компании. В частности, это входит в прерогативу Комитета по вознаграждениям (Compensation Committee), который, согласно разделу 952 Закона Додда-Франка от 2010 г. (Section 952, Dodd-Frank Act), должен состоять исключительно из внешних директоров. Одним из наиболее распространенных соглашений, определяющих условия взаимодействия компании и CEO, является трудовой контракт.

В отличие от РФ, где законодательно закреплено понятие «трудовой договор», в США используются понятия «трудовой контракт» (Employment Contract) или «трудовое соглашение» (Employment Agreement), строгое определение которых, вообще говоря, отсутствует. Экономический словарь The Economist определяет *контракт* как «*утверждение прав и обязательств* каждой из сторон на транзакцию или транзакции» [Dictionary of Economics, 2003, с. 72]. Юридический словарь Блэка, один из самых авторитетных юридических словарей в области права США, определяет трудовой контракт следующим образом: «Трудовой контракт – это соглашение между работодателем и работником. Как правило, он заключается на добровольной основе, преднамеренно и оформляется юридически, т.е. является *обязательным к исполнению*. Работник должен



согласиться с условиями контракта в качестве условия его занятости» [Black's Law Dictionary]. Оксфордский юридический словарь дает следующую дефиницию термину трудовой контракт – «это контракт по которому лицо соглашается принять определенные *обязательства* под руководством и контролем работодателя *в обмен на определенное вознаграждение*» [Oxford Dictionary of Law, 2015].

Международная организация труда в своей Рекомендации №198 «О трудовом правоотношении» выделяет *два конкретных признака наличия трудовых правоотношений*:

1. «Тот факт, что работа: выполняется в соответствии с указаниями и под контролем другой стороны; предполагает интеграцию работника в организационную структуру предприятия; выполняется исключительно или главным образом в интересах другого лица; выполняется лично работником; выполняется в соответствии с определенным графиком или на рабочем месте, которое указывается или согласовывается стороной, заказавшей ее; имеет определенную продолжительность и подразумевает определенную преемственность; требует присутствия работника; предполагает предоставление инструментов, материалов и механизмов стороной, заказавшей работу;
2. Периодическая *выплата вознаграждения* работнику; тот факт, что данное вознаграждение является единственным или основным источником доходов работника; осуществление оплаты труда в натуральном выражении путем предоставления работнику, к примеру, пищевых продуктов, жилья или транспортных средств; признание таких прав, как еженедельные выходные дни и ежегодный отпуск; оплата стороной, заказавшей проведение работ, поездок, предпринимаемых работником в целях выполнения работы; или то, что работник не несет финансового риска.» [МОТ, 2006]

Проанализировав вышеуказанные определения можно сделать вывод о *сущности трудового контракта*. Во-первых, трудовой контракт – это всегда *соглашение* между двумя сторонами: *работодателем и работником*. Во-вторых, он определяет *права и обязанности* обеих сторон. В-третьих, он предполагает *обмен труда* работника на *вознаграждение* работодателя. Таким образом, связь трудового контракта и вознаграждения заключается в том, что трудовой контракт *официально закрепляет обязательство* работодателя *предоставить вознаграждение* работнику *в обмен* на его труд в пользу работодателя.

Таким образом, в рамках данной работы под понятием **трудового контракта** будет пониматься *соглашение между работодателем и работником, определяющее права*

*и обязанности сторон и предполагающее обмен труда работника на вознаграждение работодателя.*

### **1.2.2. Структура трудового контракта CEO**

Классический трудовой контракт CEO обязательно включает в себя следующие разделы:

- 1) Должность и обязанности
- 2) Период занятия должности
- 3) Вознаграждение
- 4) Прекращение занятия должности
- 5) Обязательства компании после прекращения занятия должности
- 6) Ограничительные ковенанты
- 7) Прочие пункты, необходимые с юридической точки зрения

**Должность и обязанности.** В данном разделе указывается, на какую именно должность назначается менеджер и что входит в его основные обязанности. Следует отметить, что очень часто происходит назначение не только на должность CEO, но также и на должность Президента компании. Если речь идет о банке, то обычно здесь указывается, что данная persona возглавит в качестве CEO банковскую корпорацию, в которую входит банк, сам банк, а также станет Президентом банковской корпорации.<sup>5</sup>

Кроме этого, в общих чертах дается представление об основных обязанностях. Обычно это формулировки о том, что CEO:

- 1) будет наделен полномочиями, обязанностями и ответственностью, соразмерными с полномочиями, обязанностями и ответственностью лиц, занимающих схожие посты в схожих по размеру компаниях;
- 2) будет посвящать все свое рабочее время, внимание и умения бизнесу работодателя;
- 3) исполнит все прочие обязательства, связанные с должностью, вроде переезда в указанный район/город в установленные сроки и т.п.

Также обычно указывается, что CEO имеет право разумное количество времени посвящать управлению своими личными инвестициями, занимать должности в определенного рода организациях (например, благотворительных, религиозных, гражданских, образовательных и т.д.), быть членом Советов директоров других компаний,

---

<sup>5</sup> В американской практике распространена практика, согласно которой банки входят в состав банковских корпораций, (обычно одноименных или очень схожих по названию), которые объединяют в себе и другие схожие виды бизнеса.

если только все это не будет негативно сказываться на деятельности CEO и компании под его руководством.

**Период занятия должности.** В данном разделе указывается период, в течение которого CEO будет занимать свою должность. Можно выделить два вида таких периодов: фиксированный (срочный) и бессрочный. *Фиксированный период занятия должности* подразумевает, что CEO нанимают на конкретный срок, начиная с конкретной даты (обычно даты вступления в силу договора), а по его окончании, если компанию устраивает работа CEO, с ним либо заключается новый контракт (часто на улучшенных условиях), либо продлевается указанный с помощью заключения дополнительных соглашений. Например, Марк Трайниски (Mark E. Tryniski) с 1 августа 2006 возглавляет американский Community Bank System Inc. и все его контракты заключаются на 3 года.

*Бессрочный период занятия должности* обычно представлен двумя вариантами. Первый вариант – в контракте вообще не указывается никаких сроков, кроме даты вступления в силу, и CEO занимает свою должность до тех пор, пока сам не уйдет либо его не уволят. Примером служит трудовой контракт Брюса Ван Сауна (Bruce Van Saun), CEO Citizens Financial Group Inc. с 1 октября 2013 г., в котором кроме даты его трудоустройства в банк (не на должность CEO), 8 сентября 2009 г., никаких сроков больше нет. Второй вариант – фиксированный период занятия должности с автоматическим продлением срока спустя некоторое время после даты вступления в силу (день, месяц, год и более). Автоматическое продление может быть отменено и тогда до окончания полномочий CEO останется срок, равный указанному фиксированному периоду. Так поступает большинство компаний, заключающих контракты со своими CEO. Например, трудовой контракт Келли Кинга (Kelly S. King), CEO BB&T Corp с 1 января 2009 г., подразумевает фиксированный период в 3 года, однако каждого первого числа месяца после даты вступления контракта в силу, он автоматически продлевается на один месяц до тех пор, пока не поступит уведомление от одной из сторон остановить обновления и зафиксировать срок в 3 года. Следует отметить, что бывают случаи, когда бессрочный период занятия должности заканчивается при достижении CEO определенного возраста. Например, первый контракт Эдвина Хортмана мл. (Edwin W. Hortamn, Jr.), CEO Ameris Bancorp с 1 января 2005 г., подразумевал, что по достижении им 65 лет договор автоматически прекратит свою силу<sup>6</sup>.

**Вознаграждение.** Данный раздел содержит информацию о вознаграждении CEO на период, в течение которого CEO занимает свою должность. Ситуация такова, что степень его детализации у разных компаний разная, однако все они здесь обязательно указывают

---

<sup>6</sup> Новый трудовой контракт, заключенный с Э. Хортманом в декабре 2014 г., когда ему было 60 лет, уже не содержал данный пункт.

размер базового оклада CEO, а также причитающиеся CEO виды вознаграждения (бонусы, льготы, привилегии и пр., см Гл. 1.1.2).

**Прекращение занятия должности.** В данном разделе представлены причины, по которым занятие должности CEO может быть прекращено досрочно. Обычно их шесть: в связи с невыполнением условий контракта, по уважительной причине, без оснований, без уважительной причины (по собственному желанию), по нетрудоспособности и в связи со смертью. В каждом контракте обязательно дается четкая дефиниция каждой из причин. По своей формулировке они могут отличаться, но в сущности представляют собой следующее.

*Прекращение занятия должности в связи с невыполнением условий контракта* (For Cause) наступает немедленно либо в очень короткие сроки после получения CEO соответствующего уведомления от Совета директоров по следующим причинам:

- 1) CEO обвиняется или (в разных договорах по-разному) был осужден, признал вину или не оспаривает (*nolo contendere*) свою вину<sup>7</sup> в совершении уголовного преступления<sup>8</sup>, акта мошенничества, незаконного присвоения, хищения, растраты, злоупотребления полномочиями, недобросовестности, аморальности либо любого другого акта, по мнению компании негативно влияющего на ее репутацию, гудвилл или рыночные позиции;
- 2) CEO должен быть лишен своей должности по решению органов банковского надзора;
- 3) CEO безосновательно нарушил свои должностные обязанности, вытекающие из условий трудового контракта или должностной инструкции, и после замечания со стороны Совета директоров совершил это повторно.

*Прекращение занятия должности по уважительной причине* (For Good Reason) наступает немедленно либо в очень короткие сроки после получения Советом директоров соответствующего заявления от CEO, мотивировавшего свое решение следующими причинами:

- 1) Существенное снижение властных полномочий, обязанностей или ответственности CEO;
- 2) Принуждение CEO компанией к осуществлению противозаконных действий;

---

<sup>7</sup> В американской судебной практике обвиняемый в ходе следствия или судебного заседания должен сделать заявление о своей виновности или невиновности. Он должен выбрать между "guilty", "not guilty" и «*nolo contendere*», т.е. «не оспариваю».

<sup>8</sup> Касательно уголовного преступления формулировки в контрактах разнятся. Например, в трудовом контракте от 15.12.2014 CEO Ameris Bancorp Эдвина Хортмана мл. по этому пункту необходимо осудить либо добиться признания вины CEO в совершении уголовного преступления, но в контракте CEO East West Bancorp Inc Доминика Нг, для прекращения занятия должности достаточно, чтобы он был обвинен в уголовном преступлении (т.е. без доказательства вины).

- 3) Существенное нарушение компанией условий трудового контракта, в том числе существенное снижение величины основного оклада CEO или невыплаты предусмотренных согласно договору платежей;
- 4) Существенное изменение географического положения, из которого CEO должен работать на постоянной основе;
- 5) В случае смены основного собственника компании, новый собственник не готов в полной мере принять условия данного контракта, либо фактически существенно их нарушает.

*Прекращение занятия должности без оснований (Without Cause)* обычно наступает в течение 60-90 дней со дня официального уведомления компанией CEO о данном решении. Основаниями для такого решения могут быть любые причины, не входящие в условия прекращения в связи с невыполнением условий контракта.

*Прекращение занятия должности без уважительной причины*, или как чаще это называется – «по собственному желанию» (Without Good Reason), обычно происходит в течение 60-90 дней со дня официального уведомления компании о данном решении со стороны CEO. Основаниями для такого решения могут служить любые причины, не входящие в условия прекращения по уважительной причине.

*Прекращение занятия должности по нетрудоспособности (Disability)* обычно наступает по прошествии некоторого времени (обычно 45-60 дней) после получения CEO соответствующего уведомления со стороны компании, при условии, что в течение этого периода он вновь не приступил к своим обязанностям. Как правило, в данном случае под «нетрудоспособностью» понимается неспособность CEO по причине болезни либо другой физической или психической недееспособности исполнять свои обязанности последовательно в течение 180-дневного периода времени.

Наконец, *прекращение занятия должности в связи со смертью (Death)* наступает автоматически в день смерти CEO.

Любое прекращение занятия должности за исключением последнего (в связи со смертью), сопровождается письменным уведомлением, которое называется *уведомлением о прекращении занятия должности (Notice of Termination)*. Дата, начиная с которой CEO отстраняется от своей должности, называется *датой прекращения занятия должности (Date of Termination)*.

**Обязательства компании после прекращения занятия должности.** В данном разделе перечисляются обязательства компании в отношении CEO после прекращения занятия должности. В зависимости того, на каком основании было прекращено занятие должности, у компании возникают разные обязательства.

Если имело место *прекращение занятия должности в связи с невыполнением условий контракта, без уважительной причины либо по причине нетрудоспособности*, то, как правило, вплоть до даты прекращения CEO будет выплачиваться все его вознаграждение в широком смысле этого слова, т.е. базовый оклад, бонусы, платежи по кратко-, средне- и долгосрочным премиальным схемам, а также в полном объеме предоставляться льготы и привилегии. Если указанные платежи были начислены, но не выплачены, то компания обязательно погашает свою задолженность перед CEO в течение ближайшего времени после даты прекращения.

Если имело место *прекращение в связи со смертью*, то компания осуществляет все вышеперечисленные платежи на имя официальных представителей CEO.

Если имело место *прекращение по уважительной причине либо без оснований*, то помимо вышеперечисленного, компания также выплачивает CEO дополнительное вознаграждение в качестве компенсации – выходные пособия (Severance Package). В частности, платежи в ситуации, когда CEO покинул должность в результате нарушений трудового контракта компанией после смены основного собственника, СМИ окрестили *золотыми парашютами*. Они появились на свет в результате волны слияний и поглощений в США 80-х гг. как инструмент противодействия враждебным поглощениям [Johnson, 1985]. Компоненты выходного пособия CEO различаются по величине выплачиваемых сумм, срокам и содержанию, однако содержат следующие выплаты:

- 1) Единовременная либо рассроченная (обычно в течение 2-3 лет) выплата суммы, равной нескольким базовым окладам CEO (обычно 2-3);
- 2) Единовременная либо рассроченная (обычно в течение 2-3 лет) выплата суммы, равной величине (а) последнего выплачено CEO бонуса либо (б) максимального бонуса, выплаченного CEO за последние годы;
- 3) Пользование ранее предоставляемыми CEO льготами<sup>9</sup> от компании в течение определенного периода, обычно 1-3 лет. Например, оплата медицинских тестов, стоматологического обслуживания, полисов страхования жизни и здоровья, участие в пенсионных планах для руководителей и др.

Некоторые компании также включают в выходное пособие компенсацию расходов по переезду или аутплейсмент<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Виды льгот см. Главу 1.1.2.

<sup>10</sup> Аутплейсмент (англ. outplacement; от out – вне + placement – определение на должность), или консультирование и помощь в развитии карьеры, – деятельностью работодателя по трудоустройству увольняемых сотрудников, осуществляемая с помощью кадровых и рекрутинговых агентств.

**Ограничительные ковенанты.** В данном разделе представлены условия контракта, ограничивающие действия СЕО в пост-трудовой период. Однако прежде, чем погружаться в детали, необходимо понять суть данной проблемы.

С целью защиты бизнеса от таких угроз как переманивание сотрудников, использование бывшими сотрудниками конфиденциальной информации в личных целях и т.п., многие работодатели инкорпорируют определенные пост-трудовые ограничительные условия в трудовые контракты персонала. Эффективность этих ограничений зависит от баланса между правом работодателя на защиту легитимных деловых интересов и правом индивида на использование своих умений для собственного блага и общества в целом. Справедливость установленного контрактом баланса интересов сторон оценивается судами в индивидуальном порядке.

*Ограничительный ковенант (Restrictive Covenant), или ограничительное условие,* – это контрактное условие, ограничивающее трудовую и/или пост-трудовую активность работника на определенный период времени после окончания трудоустройства с целью защиты легитимных деловых интересов работодателя [Rabson et al., 2014]. Как отмечает [Обухова, 2016], в большинстве стран мира признается право суда по своему усмотрению с учетом обстоятельств дела не признавать ограничительные ковенанты подлежащими судебной защите. Суды некоторых штатов США обязаны снижать ограничения для сотрудников до минимального необходимого для соблюдения интересов работодателя уровня. Также автор отмечает, что ковенанты носят срочный характер. Например, в штате Джорджия действует закон, устанавливающий презумпцию действительности ковенантов со сроком до 2 лет. В Германии они и вовсе действительны только при условии, что их длительность не превышает 2 лет. В Финляндии возможно заключение соглашения с бывшим сотрудником о запрете конкуренции сроком на 1 год при условии возмездного характера договора.

Включение ковенантов в контракт дает возможность применения предусмотренных договором санкций к нарушителю и взысканию убытков, возникших в результате его действий. Например, Gray Wireline Services Inc. добилась взыскания 33,2 млн долл. со своих президента и вице-президентов, которые нарушили условие о запрете конкуренции и основали собственную компанию, которая конкурировала с ними [Gray Wireline Services Inc. vs Cavana, 2011]. Также, из-за того, что доказать, что убытки фирмы возникли в результате нарушения ковенантов достаточно сложно, в некоторых ситуациях вдобавок допускается внесение в трудовой контракт пункта о штрафе за их нарушение.

Таким образом, можно выделить четыре основных ограничительных ковенанта, которые применяются в трудовых контрактах с сотрудниками компаний. Учитывая

властные полномочия, ответственность и обязательства CEO, все они представлены в его трудовом контракте.

- 1) *Условие о конфиденциальности* (Confidentiality Clause). Данное условие запрещает CEO разглашать или использовать любым образом коммерческую тайну и любую конфиденциальную информацию о работодателе. Например, любую непубличную информацию о ноу-хау, продуктах, услугах, процессах, методах, технологиях, стратегии, исследованиях, финансах, системах и т.п. компании. Данное условие также включает обязательство CEO вернуть компании все физические вещи и прочую собственность, принадлежащую ей, в том числе деловую корреспонденцию, отчеты, письма, финансовые отчеты и т.п. после ухода с должности.
- 2) *Условие о запрете переманивания* (Non-Solicitation Clause). Данное условие запрещает CEO переманивать бывших, настоящих или будущих (в рамках действия трудового контракта) клиентов компании-работодателя, с которыми он контактировал, занимая должность CEO.
- 3) *Условие о запрете конкуренции* (Non-Competition Clause). Данное условие запрещает CEO работать в компаниях-конкурентах бывшего работодателя, а также заниматься собственным бизнесом в тех сферах, где он может конкурировать с работодателем.
- 4) *Условие о запрете вербовки* (Non-Recruitment Clause, Non-Poaching Clause, Non-Interference Clause). В нем устанавливается запрет CEO на переманивание своих бывших подчиненных и коллег на работу в другую компанию или собственный бизнес.

Указанные четыре ковенанта формулируются практически в любом трудовом контракте CEO. Но существуют и другие их виды, которые используются не всегда. Например, *условие о временном ограничении любой профессиональной деятельности* (Garden Leave). Согласно нему, сотрудник в течение определенного периода (обычно до 1 года) получает вознаграждение в прежнем размере, консультирует по проектам, которые когда-то вел и выступает в качестве наставника своего преемника, однако лишается доступа к коммерческой информации компании [Обухова, 2016].

**Прочие пункты, необходимые с юридической точки зрения.** В данном разделе представлены определения всех основных понятий, используемых в контракте, указываются реквизиты сторон, прописывается порядок разрешения споров и разногласий, а также пр. детали, необходимые с юридической точки зрения.



### ***1.2.3. Кейс «Эволюция трудового контракта CEO First Financial Bancorp Клода Дэвиса»***

First Financial Bancorp (далее – Компания) является региональной банковской холдинговой компанией среднего размера (Bank Holding Company), образованной в 1982 г. Штаб-квартира находится в Цинциннати, штат Огайо. Компания занимается бизнесом, связанным с коммерческим банкингом и прочими банковскими операциями через свое дочернее предприятие – First Financial Bank, National Association (далее – Банк), национальную банковскую ассоциацию, которая была основана еще в 1863 г.

С 1 октября 2004 г. Клод Дэвис (Claude E. Davis) стал новым CEO Компании и Банка, а также был избран на пост Председателя Совета директоров Банка. По состоянию на март 2017 ему 55 лет, 28 из которых он посвятил работе в финансовом секторе. С момента своего назначения на эту должность Компания заключила с ним 4 трудовых контракта.

#### **Трудовой контракт №1 [EA1]**

Первый «Договор о трудоустройстве и запрете конкуренции» (Employment and Non-Competition Agreement) был заключен 21 сентября 2004 г. Согласно ему, К. Дэвис вступит в должность CEO 1 октября 2004 г. (Начальная дата) сроком на один год (Начальный срок), а по окончании этого периода контракт автоматически будет обновляться на один год (Обновленный срок), т.е. фактически период занятия должности будет бессрочным.

Основной оклад составит 400 000 долл. в год. Бонус по результатам года будет выплачиваться в соответствии с корпоративным компенсационным планом Performance Incentive Compensation Plan (PIC Plan). Кроме этого, предусматривается дополнительный бонус: компания в течение первых 3 лет должна будет платить Дэвису по 33 000 долл. в год. В Начальную дату Компания предоставит CEO опцион на покупку 50 000 обыкновенных акций по рыночной цене, а также 35 000 обыкновенных акций в виде акций с ограничениями, вестинг по половине из которых будет в течение первого года, а по остальным двум четвертям – во второй и третий год соответственно. CEO будут предоставляться все льготы, предусмотренные для топ-менеджмента компании, а также привилегии, среди которых можно выделить компенсацию расходов на членство в одном клубе и переезд на новое место жительства, а также личный автомобиль.

Прекращение в связи со смертью наступает в тот же день; без оснований (Without Cause) и без уважительной причины (Without Good Reason) – в течение 90 дней после подачи соответствующего Уведомления о прекращении занятия должности (далее – Уведомления); в связи с невыполнением условий контракта (For Cause) или по нетрудоспособности (Disability) – немедленно после соответствующего Уведомления; по

уважительной причине (For Good Reason) – в течение 30 дней после подачи соответствующего Уведомления.

«Невыполнением условий контракта» (Cause) в данном случае является:

- 1) Любой акт, составляющий (а) уголовное преступление, (б) мошенничество, растрату, незаконное присвоение активов, злоупотребление полномочиями, нечестность, или (в) любое другое действие, существенно и негативно влияющее на репутацию, гудвилл или рыночную позицию Компании;
- 2) Плохое исполнение своих обязанностей и повторение провальных действий после замечания со стороны Совета директоров.

«Уважительной причиной» в данном случае является существенное снижение оклада или властных полномочий и ответственности CEO без его на то согласия.

«Нетрудоспособностью» признается неспособность CEO по причине болезни либо другой физической или психической недееспособности исполнять свои обязанности последовательно в течение 180-дневного периода времени.

Если CEO покинул должность (1) без оснований, (2) без уважительной причины либо (3) по нетрудоспособности, то Компания выплатит ему компенсацию пропорционально периоду, что он проработал в Компании. Если он занимал должность менее 3 лет, то это будет один базовый оклад в течение первого года после ухода; если более трех лет – два базовых оклада за 2 года. В частности, если причиной являлась нетрудоспособность, то также будет предоставлено продолжительное медицинское покрытие, сумма по которому будет вычитаться из причитающейся денежной компенсации, описанной выше.

Ограничительные ковенанты следующие:

1. CEO запрещено в любое время (как во время занятия должности, так и после) раскрывать любую конфиденциальную информацию любому лицу, или использовать, или позволять, или помогать любому лицу использовать любую конфиденциальную информацию, кроме той, что является публичной (*условие о конфиденциальности*);
2. После окончания работы в должности (по любой причине) CEO должен вернуть компании все документы, хранящиеся у него и содержащие конфиденциальную информацию (*условие о конфиденциальности*);
3. Во время периода занятия должности и в течение Ограничительного периода (период от Начальной даты до конца одного года после прекращения) CEO запрещается:
  - а. Иметь отношения с любым бизнесом, который предлагает схожие услуги, что и Банк (Запретные услуги), на территории Штатов, в

которых присутствует Банк (Запретная территория) (*условие о запрете конкуренции*);

- b. Склонять любое лицо на Запретной территории к пользованию Запретными услугами (*условие о запрете переманивания*);
- c. Побуждать или поддерживать инициативу любого работника Компании прекратить взаимоотношения с Компанией (*условие о запрете вербовки*);
- d. Нанимать любое лицо, которое в течение года до такого предложения о найме являлось сотрудником Компании (*условие о запрете вербовки*);
- e. Делать любые заявления или предпринимать любые действия, которые каким-то образом способны унижить или ухудшить репутацию Компании.

### **Трудовой контракт №2 [EA2]**

Второй трудовой контракт под официальным названием «Измененный и дополненный договор о трудоустройстве и запрете конкуренции» (Amended and Restated Employment and Non-Competition Agreement) был заключен спустя 2 года после заключения первого – 22 августа 2006 г. Период занятия должности никак не изменился (даже даты остались теми же) и остался бессрочным.

Основной оклад возрос на 12,5% до 450 000 долл. в год. Все остальные компоненты вознаграждения никак не поменялись, за исключением того, чтобы исчез пункт о компенсации расходов на переезд, поскольку объективно у CEO уже нет в этом необходимости. Раздел о прекращении также не претерпел никаких изменений.

Изменились обязательства компании после прекращения занятия должности. Теперь, если CEO покинул должность (1) без оснований, (2) без уважительной причины либо (3) по нетрудоспособности, то Компания:

1. Будет выплачивать ему компенсацию не пропорционально периоду, что он проработал в Компании, как это было раньше, а просто продолжит еще два года выплачивать (а) основной оклад, (б) специальный бонус равный удвоенному целевому платежу по бонусному плану на год прекращения занятия должности, (в) остатки по дополнительным бонусам (которые составляли 33 000 долл. в год в первые три года занятия должности), если они остались невыплаченными;

2. Впервые будет выплачивать вместо CEO в течение года после прекращения все страховые премии по специальной страховой программе COBRA<sup>11</sup>, если CEO ее использует;
3. Впервые будет оказывать помощь в аутплейсменте (при условии выбора кадрового агентства самой Компанией) путем компенсации расходов по нему на сумму, не превышающую 5% основного оклада CEO;
4. Впервые будет выплачиваться дополнительный платеж, покрывающий все расходы CEO на уплату налогов и акцизов по доходам, полученным от Компании.

Ограничительные ковенанты также практически не изменились. Единственное изменение состоит в том, что теперь CEO может иметь отношения с любым бизнесом, предлагающим Запретные услуги на Запретной территории, а также склонять любое лицо на Запретной территории к пользованию Запретными услугами в течение последних 12 месяцев Ограничительного периода. Раньше этого нельзя было делать на протяжении всего Ограничительного периода (который, как уже говорилось, начинался с Начальной даты длился до конца одного года после прекращения занятия должности), то есть теперь сразу после прекращения занятия должности с CEO снимается условие о запрете конкуренции и условие о запрете переманивания.

Таким образом, во втором контракте произошли следующие изменения: *повысился базовый оклад, повысились обязательства компании после прекращения занятия должности, смягчились ограничительные ковенанты. Эти факты служат аргументами в росте заинтересованности Компании в этом CEO и долгосрочном сотрудничестве с ним.*

### **Трудовой контракт №3 [EA3]**

Третий «Договор о трудоустройстве и запрете конкуренции» (Employment and Non-Competition Agreement) был заключен спустя 4 года – 28 декабря 2010 г. Он вступил в силу 1 января 2011 г. (Дата вступления в силу) и продлится до 30 апреля 2012 г. (данный период составит Начальный срок). Сразу после окончания Начального срока договор автоматически будет обновляться на один год (Обновленный срок), т.е. сохранит свой бессрочный характер.

Основной оклад возрастет на 44,44% и составит 650 000 долл. в год. Новых дополнительных бонусов, опционов на акции, ограниченных акции, компенсации расходов на членство в клубе и предоставления автомобиля больше не будет. Вместо этого CEO

---

<sup>11</sup> Consolidated Omnibus Budget Reconciliation Act of 1985, или просто COBRA, – это закон, принятый Конгрессом США и подписанный президентом Р. Рейганом в 1986 г., который помимо всего прочего, предписывает программу страхования, дающую некоторым категориям сотрудников возможность продолжить покрытие по страхованию жизни и здоровья после окончания трудоустройства.

привлечен к программе долгосрочного вознаграждения Long-Term Incentive Award (LTI Award) с целевой величиной вознаграждения в 100% основного оклада.

В разделе о прекращении изменилась дефиниция понятия «уважительная причина». Теперь оно означает кроме (1) существенного снижения оклада или (2) властных полномочий и ответственности CEO без его на то согласия, также (3) существенные невыплаты Компанией платежей либо непредоставления льгот и привилегий, причитающихся CEO по контракту, и (4), в случае смены основного собственника, неготовность нового собственника в полной мере принять условия данного трудового контракта, либо фактически существенное их нарушение.

Обязательства компании после прекращения стали более детализированными. В случае прекращения (1) в связи со смертью, (2) по нетрудоспособности, (3) в связи с невыполнением условий контракта или (4) без уважительной причины, CEO будет выплачен (а) весь начисленный, но не выплаченный за период его пребывания в должности основной оклад, а также начисленный, но не использованный отпуск; (б) все прочие льготы и привилегии, подлежащие начислению и выплате до момента ухода CEO из компании.

Вышеуказанные платежи (невыплаченный основной оклад, отпуск, льготы и привилегии), а также все то выходное пособие, которое было предусмотрено в предыдущем трудовом договоре за исключением дополнительного платежа, покрывающего все расходы CEO на уплату налогов и акцизов по доходам, полученным от Компании, теперь будут предоставлены CEO только в случае прекращения занятия должности (1) без оснований либо (2) по уважительной причине.

Что касается ограничительных ковенантов, то они также немного изменились. Во-первых, изменилось определение Ограничительного периода, теперь он означает 2-летний период после прекращения. CEO, как и раньше, может иметь отношения с любым бизнесом, предлагающим Запретные услуги на Запретной территории в течение последних 12 месяцев Ограничительного периода. Однако теперь:

- 1) В течение периода пребывания в должности и Ограничительного периода:
  - а) В соответствии с *условием о запрете переманивания* CEO запрещается:
    - i. Склонять любое лицо на Запретной территории к пользованию Запретными услугами (раньше было разрешено сразу после прекращения занятия должности);
    - ii. Склонять клиентов Компании отказываться от услуг Компании (новое);

- iii. Вмешиваться или наносить вред отношениям Компании и ее клиентов (новое);
- b) В соответствии с условием о запрете вербовки CEO запрещается:
  - i. Побуждать или поддерживать инициативу любого работника Компании прекратить взаимоотношения с Компанией (не изменилось);
  - ii. Нанимать любое лицо, которое в течение года до такого предложения о найме являлось сотрудником Компании (не изменилось);

- 2) В течение любого периода после Даты вступления в силу (т.е. вообще всегда) CEO запрещается делать какие-либо публичные заявления или совершать любые пренебрежительные действия в отношении Компании.

Итак, произошли следующие изменения: *вырос основной оклад, прежние бонусы и схемы вознаграждения сменилось долгосрочной программой вознаграждения, детализировались разделы о прекращении занятия должности, обязательствах компании после прекращения, а ограничительные ковенанты стали более жесткими.*

#### **Трудовой контракт №4 [EA4]**

Четвертый, действующий по сей день трудовой контракт под прежним официальным названием был заключен спустя один год – 30 декабря 2011 г. Он практически полностью повторяет предыдущий контракт. Единственное изменение, которое в нем произошло, касается раздела об обязательствах компании после окончания периода занятия должности. Теперь, в случае прекращения (1) без оснований либо (2) по уважительной причине Компания не будет, как это было предусмотрено предыдущими двумя контрактами:

- 1) Выплачивать специальный бонус равный удвоенному целевому платежу по бонусному плану на год прекращения занятия должности, а заменит его на бонус, равный наименьшему из: (1) 2,5-му целевому бонусу или (2) двойному среднему бонусу, фактически выплаченному за последние 3 года;
- 2) Выплачивать вместо CEO в течение года после прекращения занятия должности все страховые премии по программе COBRA, а будет покрывать разницу между величиной премий, который должен выплачивать он и должны выплачивать схожие с ним топ-менеджеры, причем в течение периода, равного минимальному из трех значений: (1) 12 месяцев после прекращения; (2) период с момента прекращения и до того момента, как CEO перестал пользоваться программой COBRA; (3) период с момента

прекращения и до того момента, как за него стал выплачивать страховые премии новый работодатель.

Итак, можно заключить, что *на сегодняшний день Клод Дэвис по сути работает в соответствии с условиями трудового контракта №3 с незначительно уменьшенным выходным пособием.*

## ГЛАВА 2. ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ

### 2.1. Понятие финансовой результативности

Измерение финансовой результативности относится к ключевым видам деятельности любого предприятия при оценке его текущего состояния и его сравнении с поставленными целями. Взгляды на определение результативности бизнеса и мнения о том, как она может быть лучше всего идентифицирована, какими показателями должна измеряться и как внедрять инструменты эффективного ее измерения, существуют различные.

[Courtis, 1978] полагал, что результативность может быть разделена на три основные группы: прибыльность, управленческая результативность (Managerial Performance) и ликвидность, или платежеспособность (Solvency). [Bititci et al., 1997] считали, что результативность – это качество выполнения работы, проделанной сотрудниками, которое доводится до их сведения через отчетность. [Kaplan, Norton, 1992] рассматривали результативность в четырех перспективах: финансовой, клиентской, перспективе внутренних бизнес-процессов и перспективе обучения и развития. [Otley, 1999] полагал, что основная функция измерения результативности состоит в предоставлении информации, полезной для менеджеров, и концепция результативности, таким образом, важна в первую очередь для последних. [Šulák, Vacík, 2005, с. 7] определяли термин результативность (Performance) как способность компании максимально повышать ценность инвестиций, вложенных в бизнес, которые будут содействовать постоянному самосовершенствованию и достижению целей. По мнению [Wagner, 2009], результативность следует рассматривать как степень достижения целей компании либо как способ достижения ее целей, создающий ценность для релевантных стейкхолдеров. Толковый словарь от The Financial Times определяет результативность как степень, в которой компания, инвестиция, финансовый рынок и т.п. являются прибыльными [Lexicon FT]. [Ковалев, 2007, с. 384] дополняет это определение, отмечая, что результативность деятельности предприятия характеризуется показателями не только прибыльности, но и рентабельности, которые «как бы подводят итог деятельности предприятия за отчетный период и зависят от многих факторов: объема проданной продукции, затратоемкости, организации производства и др.» Причем прибыльность автор определяет как возможность и способность бизнеса «делать прибыль» [Там же, с. 496]. А поскольку прибыль – это абсолютный показатель, мало пригодный для пространственно-временных сопоставлений, в аналитике его принято сопоставлять с некоторыми базами, получая тем самым упомянутые показатели рентабельности. Другими



словами, рентабельность также отражает способность бизнеса «делать прибыль», но только в относительных величинах.

Таким образом, однозначных определений терминов «результативность» и «финансовая результативность» не существует. Однако в данной работе под понятием **результативности** будет пониматься определение, данное [Šulák, Vacík, 2005, с. 7], – способность компании максимально повышать ценность инвестиций, вложенных в бизнес, которые будут содействовать постоянному самосовершенствованию и достижению целей. В таком случае, под понятием **финансовой результативности** будет пониматься *способность компании максимально повышать ценность инвестиций, вложенных в бизнес, которые будут содействовать постоянному самосовершенствованию и достижению целей, выражаемая через финансовые показатели.*

## 2.2. Показатели финансовой результативности

Большинство организаций осознают, что измерение результативности является ключевым фактором для менеджмента. Но, как отмечает [Spitzer, 2007], они часто недооценивают важность адекватного выбора показателей результативности. Автор также предостерегает от мониторинга чрезмерного количества показателей результативности, отношение которых к результатам деятельности фирмы и шанс повлиять на эти результаты более, чем вызывает вопросы, вместо концентрации на факторах, критически важных для конкретной организации.

Измерение результативности – это процесс, предоставляющий информацию о том, являются ли запланированные и внедренные операции эффективными и целесообразными [Dvoracek, 2005]. Другими словами, измерение означает мониторинг эффективности индивидуальных решений и мер, направленных на достижение поставленных компанией целей. Литература, посвященная показателям результативности, обычно разделяет их на количественные (Hard) и качественные (Soft), финансовые и нефинансовые, классические и современные. Поскольку в данной работе, как уже говорилось ранее, речь идет именно о финансовой результативности, то и рассматриваться будут показатели финансовой результативности. Под понятием **показателя финансовой результативности** будет пониматься *любой финансовый показатель, характеризующий способность компании максимально повышать ценность инвестиций, вложенных в бизнес, которые будут содействовать постоянному самосовершенствованию и достижению целей.* Обычно их подразделяют на два типа: рыночные и бухгалтерские. Детальная информация по каждой группе представлена далее.

### 2.2.1. Рыночные показатели финансовой результативности

**Рыночными показателями финансовой результативности** называются **показатели финансовой результативности, основанные на рыночных данных**. Как отмечает [Роуз, 1997, с. 128], «основополагающий принцип финансового менеджмента в соответствии с сегодняшней практикой гласит, что максимизация стоимости акционерного капитала банка является ключевой задачей, которая должна иметь приоритет над остальными». В основе подхода к оценке финансовой результативности компаний с точки зрения рыночных данных лежит идея о том, что все компании представляют собой коммерческие организации, акционеры которых заинтересованы в росте ценности их капитала и дохода по нему. Таким образом, одним из важнейших рыночных показателей финансовой результативности является **цена акций** компании (Stock Price). Согласно теории финансов, базовая формула для расчета цены любой акции следующая (2.1):

$$\text{Цена акции} = \frac{\text{Ожидаемые поступления дивидендов в будущем}}{\text{Фактор дисконта}} \quad (2.1)$$

где фактор дисконта определяется на основе требуемой доходности акционеров относительно принимаемого компанией уровня риска

Менеджеры могут работать как над задачей увеличения будущих доходов, так и над задачей снижения уровня риска, или над обеими одновременно, для того, чтобы добиться роста цены акций фирмы.

Еще одним рыночным показателем финансовой результативности является **рыночная капитализация** компании (Market Capitalization). Она показывает, как рынок оценивает фирму в целом и рассчитывается по формуле (2.2):

$$\begin{aligned} \text{Рыночная капитализация} \\ = \text{Цена акции} * \text{Число акций, находящихся в обращении} \end{aligned} \quad (2.2)$$

Другим полезным показателем является **рыночная добавленная ценность** (Market Value Added, MVA). Она показывает, какой ценностью обладают акционеры компании сверх того, что они в нее инвестировали, и рассчитывается по формуле (2.3):

$$\begin{aligned} \text{Рыночная добавленная ценность} &= \text{Рыночная капитализация} - \\ &- \text{Бухгалтерская ценность собственного капитала компании} \end{aligned} \quad (2.3)$$

Кроме этого, финансовые аналитики предпочитают рассчитывать ценность, добавленную на каждый доллар, которые инвестировали акционеры, для чего вычисляют **коэффициент M/B** (Market-to-Book Ratio), представляющий собой отношение рыночной ценности капитала к бухгалтерской (2.4):

$$M/B = \frac{\text{Рыночная капитализация}}{\text{Бухгалтерская ценность собственного капитала компании}} \quad (2.4)$$

Значение коэффициента  $M/B > 1$  отражает рыночную привлекательность акции и означает, что потенциальный акционер, приобретаю акцию, готов заплатить за нее цену, большую, чем оценка реального капитала, приходящегося на эту акцию в данный момент.

**Коэффициент Тобина** (или Q-отношение, Tobin's Q) – еще один показатель финансовой результативности фирмы. Он также является рыночной характеристикой инвестиционной привлекательности. Существуют два подхода к его расчету. В первом случае сопоставляется рыночная капитализация фирмы и величина ее чистых активов (2.5):

$$Q = \frac{\text{Рыночная капитализация}}{\text{Рыночная оценка чистых активов}} \quad (2.5)$$

Как отмечает [Ковалев, 2007, с. 324], в экономическом смысле формула (2.5) «безупречна, поскольку числитель и знаменатель дроби логически сопоставимы». Чистые активы компании – это активы за вычетом профинансированной сторонними лицами их части. Причем взяты они по рыночной оценке. Другая интерпретация рыночной оценки чистых активов – ценность, достоящаяся собственникам после ликвидации фирмы. Рыночная капитализация – это рыночная оценка ценности компании как единого функционирующего комплекса, т.е. оценка возможностей фирмы по генерированию будущих доходов для акционеров.

Второй подход к расчету коэффициента Тобина предполагает сравнение совокупной рыночной цены акций и облигаций с восстановительной стоимостью активов фирмы (2.6):

$$Q = \frac{\text{Рыночная капитализация} + \text{Рыночная стоимость долгосрочного долга}}{\text{Восстановительная стоимость активов}} \quad (2.6)$$

Второй подход является дополнением к первому. В нем нарушается логическая сопоставимость числителя и знаменателя и сравниваются активы фирмы и долгосрочные источники финансирования. Для того, чтобы учесть существование краткосрочного долга, необходимо использовать стоимость активов за вычетом задолженности перед текущими кредиторами.

Еще один показатель – **коэффициент котируемости акции P/E** (Price-to-Earnings Ratio, P/E), который представляет собой отношение рыночной цены акции к прибыли на акцию (2.7):

$$P/E = \frac{\text{Рыночная цена акции}}{\text{Прибыль на акцию}} \quad (2.7)$$

P/E является своеобразным индикатором спроса на ценные бумаги фирмы, т.к. показывает, какую цену готовы заплатить инвесторы за ту прибыль, которую генерирует компания в расчете на одну акцию. Его высокое значение означает, что рынок ожидает высоких темпов роста прибыли данной компании.

Наконец, *дивидендная доходность акции* (Dividend Yield, DY) показывает процент возврата на капитал, вложенный в акции фирмы, и рассчитывается по формуле (2.8):

$$\text{Дивидендная доходность} = \frac{\text{Дивиденд на акцию}}{\text{Рыночная цена акции}} \quad (2.8)$$

В фирмах, где большая часть роста обеспечивается за счет реинвестирования прибыли, величина DY относительно небольшая.

[Брейли и др., 2015, с. 508] отмечают следующие недостатки рыночных показателей финансовой результативности. Во-первых, рыночная ценность акций компании – это ожидания инвесторов по поводу *будущих* результатов деятельности, которые могут быть искаженными показателями текущей деятельности. Во-вторых, с помощью рыночных показателей финансовой результативности нельзя оценить частные фирмы, не торгующиеся на рынке, или отдельные подразделения или филиалы организации. Другими словами, их область применения для оценки финансовой результативности является достаточно ограниченной. Именно по этим причинам аналитиками используются бухгалтерские показатели.

### 2.2.2. Бухгалтерские показатели финансовой результативности

*Бухгалтерскими показателями финансовой результативности* называются показатели финансовой результативности, основанные на отчетных, бухгалтерских данных. Их можно разделить на две категории: показатели прибыльности и показатели рентабельности. Как отмечалось ранее (Гл. 2.1), *показатели прибыльности* – это абсолютные показатели, характеризующие способность фирмы «делать прибыль», а *показатели рентабельности* – это относительные показатели, представляющие собой сопоставление одного из показателей прибыли с некоторой базой, характеризующей предприятие с одной из двух сторон – либо ресурсами, либо выручкой.

[Брейли и др., 2015, с. 511-512] выделяют два основных преимущества бухгалтерских показателей результативности. Во-первых, они являются отражением текущей деятельности и не подвержены ожиданиям в отношении будущих событий, которые, в свою очередь, отражены в ценах на финансовых рынках. Во-вторых, такие показатели могут быть рассчитаны как для всей организации в целом, так и для отдельных ее подразделений. В то же время, их основной недостаток в том, что данные в финансовой отчетности отражаются по номинальной стоимости, а компании вправе самостоятельно выбирать способ амортизации, что открывает возможности для манипулирования прибылью и другими важными бухгалтерскими величинами.

Вначале следует рассмотреть показатели прибыльности. В самом общем смысле *прибыль* понимается как разница между доходами и расходами. В литературе описаны

несколько подходов к расчету прибыли (обзор см. [Соколов, 2000, с. 441-443]), из которых условно можно выделить экономический и бухгалтерский. В рамках первого подхода прибыль (убыток) рассматривается как «прирост (уменьшение) капитала собственников, имевший место в отчетном периоде» [Ковалев, 2006, с. 362]. В рамках второго подхода прибыль «есть положительная разница между доходами коммерческой организации, понимаемыми как приращение совокупной стоимостной оценки ее активов, сопровождающееся увеличением капитала собственников, и ее расходами, понимаемыми как снижение совокупной стоимостной оценки активов, сопровождающееся уменьшением капитала собственников, за исключением результатов операций, связанных с преднамеренным изменением этого капитала» [Там же, с. 364]. К операциям по преднамеренному изменению собственного капитала относят дополнительные вклады собственников, дополнительная эмиссия, выплата дивидендов и др.

Поскольку прибыль – это сложный расчетный показатель, то невзирая на то, что бухгалтерский подход задает более четкие правила ее определения, все равно понятие, интерпретация и оценка прибыли не является столь очевидной. Она находится под влиянием множества факторов: видов доходов и расходов, момента их признания, оценки и т.д. Таким образом, учитывая виды доходов и расходов, можно выделить следующие основные виды прибыли компании.

**Валовая прибыль** (или маржинальная прибыль, Gross Profit) представляет собой разницу между выручкой от продаж и себестоимостью реализованной продукции (т.е. переменными расходами). В себестоимость реализованной продукции включаются затраты сырья и материалов, затраты труда, а также переменные накладные расходы. Для эффективно работающей компании валовая прибыль не должна быть меньше постоянных расходов производственного назначения, иначе компания понесет убытки.

При вычитании из валовой прибыли управленческих и коммерческих расходов остается так называемая **операционная прибыль** (прибыль от продаж, прибыль до вычета процентов и налогов, Operational Profit, Earnings Before Interest and Tax, EBIT). Данный показатель является основным показателем финансовой результативности компании для таких стейкхолдеров как лендеры (Lenders), т.е. физические и юридические лица, кредитующие компанию на долгосрочной основе и зарабатывающие на процентах по ссудам и займам. Это объясняется тем, что именно с операционной прибыли и выплачиваются проценты лендерам.

**Прибыль до уплаты налогов** (или налогооблагаемая прибыль, Earnings Before Taxes, EBT) – это то, что остается после вычета из операционной прибыли всех финансовых расходов (проценты к уплате, например) и прибавления к ней всех финансовых доходов

(проценты к получению) и сальдо прочих доходов и расходов. Данный показатель является основной характеристикой финансовой результативности компании для такой заинтересованной стороны как государство, поскольку именно он служит источников выплаты налогов.

После вычета из налогооблагаемой прибыли суммы всех налогов получается такой показатель как **чистая прибыль** (Net Profit, Net Income). Он является главным с точки зрения собственников фирмы, поскольку представляет собой тот доход, который зарабатывают непосредственно акционеры. Учитывая, что большинство акционеров являются владельцами обыкновенных акций, то для них ключевым показателем можно назвать **прибыль, доступную к распределению среди владельцев обыкновенных акций**. В свою очередь, данный показатель является основой для расчета важнейшего показателя финансовой результативности, по сути являющегося бухгалтерским, но часто рассматриваемого как рыночный индикатор – **прибыли на акцию** (Earnings per Share, EPS). Он рассчитывается по формуле (2.9) и показывает, какое количество чистой прибыли, доступной к распределению среди собственников обыкновенных акций, приходится на одну обыкновенную акцию:

$$EPS = \frac{\text{Чистая прибыль к распределению среди владельцев обыкн. акций}}{\text{Средневзвешенное число акций в обращении}} \quad (2.9)$$

Рост EPS способствует увеличению операций с ценными бумагами данной фирмы и увеличению рыночной цены акций [Ковалев, 2007, с. 389].

Наконец, такой бухгалтерский показатель финансовой результативности как **дивидендный выход** (Dividend Payout, DP) показывает, какая часть чистой прибыли выплачивается акционерам в виде дивидендов. DP рассчитывается по формуле (2.10):

$$\text{Дивидендный выход} = \frac{\text{Дивиденд на акцию}}{\text{Прибыль на акцию}} \quad (2.10)$$

Величина данного показателя зависит от того, за счет каких средств компания финансирует собственный рост. Если это осуществляется в основном за счет прибыли, то дивидендов будет выплачиваться меньше, чем если бы вся прибыль распределялась между акционерами, а рост финансировался из заемного капитала.

Для того, чтобы понять, действительно ли компания создает ценность для акционеров, необходимо измерить прибыль компании после вычетов всех издержек, включая стоимость капитала. Стоимость капитала – это минимальный уровень доходности на капиталные инвестиции, которые закладывают инвесторы при выходе на рынок капиталов. Это альтернативная стоимость капитала, так как она отражает ожидаемую

доходность инвестиционных возможностей, которые доступны инвесторам на финансовых рынках.

Прибыль, которую зарабатывает компания после вычета всех издержек, включая стоимость капитала, называется *экономической добавленной ценностью* (Economic Value Added, EVA). Она рассчитывается как разница между чистой операционной посленалоговой прибылью (Net Operational Profit After Taxes, NOPAT) и стоимостью капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC), умноженной на инвестированный капитал (Invested Capital, IC) (2.11):

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC \quad (2.11)$$

где *EVA* – экономическая добавленная ценность, *NOPAT* – чистая операционная посленалоговая прибыль, равная сумме чистой прибыли и посленалоговых процентов, *WACC* – средневзвешенная стоимость капитала, *IC* – инвестированный капитал, равный сумме долгосрочных долговых обязательств и собственного капитала

Вторая категория бухгалтерских показателей финансовой результативности представлена показателями рентабельности, которые бывают двух видов. В зависимости от базы (знаменателя), они подразделяются на *показатели рентабельности инвестиций* (Return on Investment, база – ресурсы) и *рентабельности продаж* (Return on Sales, база – выручка).

Среди показателей рентабельности инвестиций следует выделить такой показатель как *рентабельность инвестированного капитала* (Return on Invested Capital, ROIC). Он характеризует доходность долгосрочного капитала, т.е. показывает, какую отдачу получают инвесторы (кредиторы и собственники бизнеса) на каждую денежную единицу, вложенную в фирму, и рассчитывается как отношение дохода инвесторов (суммы чистой прибыли и выплачиваемых процентов) к инвестированному капиталу (сумма долгосрочного долга и собственного капитала) (2.12):

$$ROIC = \frac{NP + In}{IC} \quad (2.12)$$

где *ROIC* – рентабельность инвестированного капитала, *NP* – чистая прибыль, *In* – проценты к уплате по долгосрочному долгу, *IC* – инвестированный капитал, равный сумме долгосрочных долговых обязательств и собственного капитала

Другим важным показателем рентабельности инвестиций является *рентабельность активов* (Return on Assets, ROA), рассчитываемая как отношение дохода инвесторов к величине совокупных активов (2.13):

$$ROA = \frac{NP + In}{A} \quad (2.13)$$

где *ROA* – рентабельность активов, *NP* – чистая прибыль, *In* – проценты к уплате по долгосрочному долгу, *A* – совокупные активы

Поскольку именно инвесторы (собственники и долгосрочные кредиторы) создали данное предприятия и обеспечивают его функционирование в стратегическом плане, предоставив свои ресурсы в долгосрочное пользование и превратив их в активы компании, сопоставление дохода инвесторов с величиной активов является оправданным. ROA характеризует генерирующую мощь активов фирмы, или, другими словами, эффективность работы менеджеров по управлению этими активами.

**Рентабельность собственного капитала** (Return on Equity, ROE) является еще одним важным показателем рентабельности инвестиций. Он выступает измерителем доходности бизнеса для акционеров и показывает прибыль исключительно акционеров на каждую вложенную денежную единицу. ROE рассчитывается по следующей формуле (2.14):

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}} \quad (2.14)$$

Если существует необходимость в обособлении владельцев обыкновенных акций, то в дополнение к ROE рассчитывается **рентабельность собственного обыкновенного капитала** (Return on Common Equity, ROCE), в котором в качестве числителя используется чистая прибыль за вычетом дивидендов по привилегированным акциям, а в знаменателе – собственный обыкновенный капитал (2.15):

$$ROCE = \frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Дивиденды по привилегированным акциям}}{\text{Собственный обыкновенный капитал}} \quad (2.15)$$

Для того, чтобы ответить на вопрос о том, обеспечила ли компания адекватную доходность для акционеров, ROE/ROCE сравнивается со стоимостью капитала компании.

Надо заметить, что показатели ROE и ROA тесно взаимосвязаны, как показано в (2.16). Данная взаимосвязь говорит о том, что прибыль является очень чувствительной к тому, за счет каких источников она формируется: собственных или заемных. Так, например, даже фирма с низкой величиной показателя ROA может иметь высокий ROE за счет активного использования заемного капитала и малого использования собственных средств.

$$ROE = ROA * \frac{\text{Активы}}{\text{Собственный капитал}} \quad (2.16)$$

При разложении ROE на факторы [Ковалев, 2006, с. 348] (см. (2.17)), обнаруживается, что данный показатель определяется такими индикаторами, как коэффициент реинвестиций (отношение реинвестируемой чистой прибыли к чистой прибыли), рентабельность продаж (различные ее показатели см. далее), оборачиваемость активов, или ресурсоотдача (отношение выручки к активам) и финансовый леверидж (или коэффициент финансовой зависимости).



$$ROE = \frac{RP}{NP} * \frac{NP}{S} * \frac{S}{A} * \frac{L + E}{E} = \frac{RP}{NP} * \frac{NP}{S} * \frac{S}{A} * \left(1 + \frac{L}{E}\right) \quad (2.17)$$

где  $RP$  – реинвестируемая чистая прибыль,  $NP$  – чистая прибыль,  $S$  – выручка,  $A$  – активы,  $L$  – долг,  $E$  – собственный капитал,  $\frac{L}{E}$  – финансовый леверидж (один из его показателей)

Коэффициенты рентабельности инвестиций дополняются показателями рентабельности продаж. Существуют различные способы их расчета. Все зависит от того, какой из видов прибыли будет использован. На практике чаще всего используется валовая, операционная и чистая прибыль. Все они соотносятся с величиной выручки от продаж. В результате получаются, соответственно, следующие три показателя рентабельности продаж.

**Валовая рентабельность продаж** (Gross Return on Sales, GROS), или **валовая маржа** (Gross Profit Margin, GPM), рассчитываемая по формуле (2.18):

$$GPM = \frac{\text{Валовая прибыль}}{\text{Выручка}} \quad (2.18)$$

**Операционная рентабельность продаж** (Operational Return on Sales, OROS), или **операционная маржа** (Operational Profit Margin, OPM), рассчитываемая по формуле (2.19):

$$OPM = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Выручка}} \quad (2.19)$$

И, наконец, **чистая рентабельность продаж** (NROS), или **чистая операционная маржа** (Net Profit Margin, NPM), рассчитывая по формуле (2.20):

$$NPM = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} \quad (2.20)$$

Интерпретация указанных показателей заключается в том, что они показывают, какую часть составляет соответственно валовая, операционная и чистая прибыль в каждой денежной единице выручки. Обычно данные коэффициенты сравнивают со среднеотраслевыми либо оценивают в динамике, поскольку никаких нормативов в их отношении не существует.

## ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

### 3.1. Обзор литературы и формулировка гипотез

Агентская теория, последовательно раскрытая в работах Берле и Минза (Berle, Means, 1932), Дженсена и Меклинга (Jensen, Meckling, 1976) и Фамы и Дженсена (Fama, Jensen, 1983), указывает на то, что при разделении собственности и управления между акционерами и менеджерами может возникать конфликт интересов. Ситуация, в которой главный исполнительный директор, или CEO<sup>12</sup>, принимает решения, конфликтующие с интересами собственников, чаще всего наблюдается в случае, когда у руководителя нет финансовой заинтересованности в результатах, полученных на основе принятых им решений. Именно поэтому компенсационные политики, связывающие вознаграждение CEO с богатством акционеров, могут быть мощным инструментом снижения оппортунистического поведения менеджеров и числа конфликтов между собственниками и управленцами [Jensen, Murphy, 1990], [Murphy, 1999].

Тем не менее, темпы роста вознаграждения топ-менеджеров, опережающие темпы роста фирм в последние десятилетия, ставят под вопрос уверенность акционеров в том, что между величиной компенсационных пакетов высшего руководства и результатами деятельности фирм существует взаимосвязь [Joусе, 2001]. Такое положение вещей создает почву для проведения различных исследований взаимосвязи между вознаграждением топ-менеджмента и результативностью компаний (англ. Pay-Performance Relationship).

Так, [Coughlan, Schmidt, 1985] на выборке из 249 корпораций за 1977-1980 гг. пришли к выводу, что между изменением совокупного вознаграждения руководителя высшего звена и финансовой результативностью компании, измеренной доходностью акций и темпом роста выручки, имеет место значимая положительная линейная взаимосвязь. К похожим результатам пришел [Murphy, 1985] обнаружив на выборке из 500 топ-менеджеров 73 крупнейших промышленных корпораций США за период 1964-1981 гг., что у компании, демонстрирующей 10% доходность акций или рост выручки, совокупное вознаграждение топ-менеджмента вырастет в среднем при прочих равных на 1,6% или 2,1% соответственно. Спустя некоторое время, [Jensen, Murphy, 1990] вновь выявили значимую положительную связь между финансовой результативностью, измеренной через рыночную капитализацию, и вознаграждением CEO.

---

<sup>12</sup> Главный исполнительный директор (англ. Chief Executive Officer, CEO) – высшее должностное лицо компании, выступающая в роли доверенного лица, нанятого акционерами для управления компанией в их собственных интересах [Lin, 2014].

Существуют также исследования на данную тему и для финансового сектора. [Suñat, Guadalupe, 2009], анализируя выборку коммерческих банков и финансовых компаний из индекса S&P 1500, обнаружили, что рыночная ценность банка (прокси-переменная результативности фирмы) положительно линейно связана с совокупным вознаграждением CEO. Недавно, [Matousek, Tzeremes, 2016], исследуя выборку из 37 банков США за 2003-2012 гг. выявили прямую нелинейную взаимосвязь между технической эффективностью банков и совокупным вознаграждением CEO.

Контракты широко используются для способствования (facilitate) проведения экономических транзакций. Они могут принимать две основные формы: эксплицитные контракты, которые основываются на письменном соглашении, подкрепленном третьей стороной (например, судом), и имплицитные контракты, которые основываются на устном соглашении, подкрепленном добровольным рыночным механизмом. Стоимость эксплицитного контрактования, как правило, достаточно высока, поскольку влечет за собой затраты на спецификацию возможных непредвиденных обстоятельств в письменных соглашениях, на обнаружение нарушений условий, на оценку ущерба в случае наличия нарушений [Baker et al., 2002], [Klein, Leffler, 1981]. Поскольку трудовой контракт официально закрепляет обязательство работодателя предоставить вознаграждение работнику в обмен на его труд в пользу работодателя (см. Гл. 1.2.1), они являются достаточно распространенным видом соглашения между компанией и CEO. [Gillan et al., 2009] в своем исследовании обнаружили, что чуть меньше половины компаний из списка S&P500 в 2000 г. заключили трудовые контракты со своими CEO. [Huang, 2011] также выявил, что около 40% CEO из фирм S&P500 в 1993-2007 гг. имели соглашение о выходном пособии (Severance Agreement), которое по сути детализирует один из разделов трудового контракта CEO.

Одним из первых исследований на тему, так или иначе касающуюся взаимосвязи результативности компании и наличия эксплицитного контракта у ее CEO, была работа [Klein et al., 1978]. Они обнаружили, что ожидаемый рост спроса на продукцию фирмы является детерминантой заключения трудового контракта с CEO. Позже, [Zhao, 2013] на выборке CEO компаний из S&P500 за 1993-2005 гг. обнаружили, что компании-покупатели, у CEO которых был контракт, достигали большей долгосрочной операционной результативности после поглощения, чем компании-покупатели, у CEO которых контракта не было. Позже, [Song, Wan, 2014] обнаружили, что вознаграждение CEO, у которых есть трудовой контракт, выше вознаграждения тех CEO, у которых его нет.

Таким образом, основываясь на результатах исследований, перечисленных выше, можно сформулировать первую исследовательскую гипотезу:

***H1: Отдача от вознаграждения CEO выше в тех банках, с CEO которых заключен контракт, по сравнению с банками, которыми руководит CEO без контракта.***

Ряд исследователей изучали взаимосвязь между результативностью компаний и структурой вознаграждения CEO. [Mehran, 1995], проверяя гипотезу о взаимосвязи между долевой (Equity) и денежной (Cash) частями вознаграждения и результативностью, выраженной через коэффициент Тобина и ROA, обнаружил отрицательную линейную связь между денежным вознаграждением CEO и обеими показателями результативности. Однако его исследование показало, что как Q Тобина, так и ROA, линейно положительно связаны с долевым вознаграждением CEO. [Kuo et al., 2013] на выборке нефинансовых компаний S&P500 за 1994-2008 гг. обнаружили, что вознаграждение акциями является детерминантой результативности фирмы, выраженной через рентабельность собственного капитала ROE и прямо связано с ним. С другой стороны, [Matolcsy et al., 2012], исследуя 500 крупнейших по капитализации компаний Австралии за 2001-2009 гг. обнаружил, что переход с монетарного на доленое вознаграждение CEO имеет значимую обратную взаимосвязь с операционной результативностью (ROE) фирмы в следующем году.

[Kaplan, 1994] выявил значимую положительную взаимосвязь между доходностью акций и темпами роста прибыли и изменением денежного вознаграждения CEO, на основе анализа выборки, состоящей из 119 японских и 146 американских крупнейших компаний за 1981-1984 гг. Кроме этого, автор пришел к выводу, что статистически значимой разницы между американскими и японскими фирмами в этом отношении нет. На выборке компаний Великобритании [Ozkan, 2007] пришел к выводу, что между различными видами вознаграждения CEO и результативностью компаний, измеряемой через рентабельность активов ROA, имеет место значимая положительная линейная взаимосвязь только в случае монетарного вознаграждения (базового оклада и бонуса). Одной из самых известных работ на данную тему в банковском секторе было исследование [Barro, Barro, 1990], изучавших выборку крупных американских коммерческих банков за период 1982-1987 гг. и обнаруживших значимую положительную линейную взаимосвязь между доходностью акций банка и изменением денежного вознаграждения CEO.

Таким образом, основываясь на результатах исследований, перечисленных выше, можно сформулировать вторую исследовательскую гипотезу:

***H2: Монетарное вознаграждение CEO, с которыми заключен трудовой контракт, служит драйвером результативности банков под их управлением.***

Как уже отмечалось ранее (Гл. 1.2.2), структура типичного контракта CEO включает в себя следующие разделы: должность и обязанности, период занятия должности,

вознаграждение, прекращение занятия должности, обязательства компании после прекращения, ограничительные ковенанты и пр. пункты, необходимые с юридической точки зрения. В рамках данного эмпирического исследования под **полными трудовыми контрактами** отныне и далее будут подразумеваться те контракты, в которых отражены следующие аспекты:

1. Указан *бессрочный срок* пребывания в должности;
2. Имеют место *все четыре основных ковенанта*: о конфиденциальности, о запрете переманивания клиентов, о запрете конкуренции, о запрете вербовки сотрудников;
3. Указан *размер и условия выплаты всех четырех видов вознаграждения*: основной оклад, бонус, акции, опционы;
4. Есть информация о выплате *выходного пособия* в случае прекращения занятия должности по уважительной причине (For Good Reason) либо без оснований (Without Cause): *основной оклад, бонус и льготы*.

Ряд теоретиков проводили исследования на предмет взаимосвязи между структурой контракта CEO и результативностью компании (к сожалению, подобных работ в отношении банков найдено не было). Например, [Schwab, Thomas, 2006], исследуя контракты CEO компаний из S&P1500, пришли к выводу о наличии различий в результативности между компаниями, у CEO которых высокая детализация контрактов, и компаниями, у CEO которых она невысокая. Ранее упомянутый [Zhao, 2013] обнаружил, что у компаний-покупателей (Acquirers), включивших в контракт своих CEO:

- такие ковенанты, как условие о конфиденциальности, о запрете конкуренции и о запрете переманивания,
- такие типы выходного пособия как основной оклад, бонус, акции, опционы и льготы,
- а также четкие размеры и условия выплаты таких видов вознаграждения как оклад, бонус, акции и опционы,

операционная прибыль была больше, чем у компаний-покупателей, не сделавших этого. С другой стороны, [Huang, 2011] выявил, что компании, использующие только денежные выплаты при уплате выходных пособий, менее результативны (прокси-переменная – трехлетняя доходность акций), чем компании, которые готовы предоставить еще и доленое вознаграждение.

Таким образом, на основе вышеупомянутых источников, третья исследовательская гипотеза формулируется следующим образом:

**Н3: Банки, контракты CEO которых являются полными, результативнее банков, контракты CEO которых не являются полными.**

### 3.2. Методология эмпирического исследования

Подавляющее большинство работ выявили линейную взаимосвязь между финансовой результативностью компаний (в частности, банков) и мотивацией CEO через вознаграждение и структуру трудового контракта ([Coughlan, Schmidt, 1985], [Ozkan, 2007], [Barro, Barro, 1990], [Cuñat, Guadalupe, 2009]). Хотя бывают и исключения, в которых демонстрировалась нелинейная зависимость (например, [Matousek, Tzeremes, 2016]). Отдельно стоит отметить, что [Short, 1979] пришел к выводу о том, что линейная модель взаимосвязи pay-performance дает идентичные любым другим функциональным формам результаты. Таким образом, для проверки исследовательских гипотез Н1 и Н2, направленных на изучение взаимосвязи между финансовой результативностью банков и мотивацией CEO через вознаграждение и структуру контракта была построена эконометрическая модель (3.1):

$$Perf_{kt} = \beta_0 + \alpha_i Control_{ikt} + \beta_j Comp_{jkt} + \gamma EA_{kt} + \delta_m EAComp_{mkt} + \varepsilon_{kt} \quad (3.1)$$

где  $Perf_{kt}$  – показатель финансовой результативности компании,  $\beta_0, \gamma$  – коэффициенты,  $\alpha_i, \beta_j, \delta_m$  – векторы коэффициентов,  $Control_{ikt}$  – вектор, содержащий контрольные переменные, объясняющие результативность фирмы,  $Comp_{jkt}$  – вектор, содержащий виды вознаграждения CEO,  $EA_{kt}$  – бинарная переменная, принимающая значение «1», если у банка заключен трудовой контракт с CEO,  $EAComp_{mkt}$  – вектор, содержащий перекрестные переменные, получающиеся при перемножении бинарной переменной  $EA$  на количественную переменную вектора  $Comp_{jkt}$ ,  $\varepsilon_{kt}$  – случайная ошибка,  $i = \overline{1, n}$  – номер контрольной переменной,  $j = \overline{1, p}$  – номер вида вознаграждения CEO,  $m = \overline{1, r}$  – номер перекрестной переменной  $EAComp$ ,  $t = \overline{1, T}$  – время наблюдения,  $k = \overline{1, K}$  – индекс, определяющий принадлежность переменной объекту (банку или CEO).

С другой стороны, такие авторы как [Schwab, Thomas, 2006] и [Zhao, 2013] обнаружили между результативностью компаний и структурой трудовых контрактов CEO линейную функциональную зависимость. Именно поэтому для исследования указанной взаимосвязи в рамках данной работы была построена линейная регрессионная модель (3.2):

$$Perf_{kt} = \beta_0 + \alpha_i Control_{ikt} + \beta_j Contract_{jkt} + \delta_m ContractComp_{mkt} + \varepsilon_{kt} \quad (3.2)$$

где  $Perf_{kt}$  – показатель финансовой результативности компании,  $\beta_0$  – коэффициент,  $\alpha_i, \beta_j, \delta_m$  – векторы коэффициентов,  $Control_{ikt}$  – вектор, содержащий контрольные переменные, объясняющие результативность фирмы,  $Contract_{jkt}$  – вектор, содержащий бинарные переменные, характеризующие структуру трудового контракта CEO,  $ContractComp_{mkt}$  – вектор, содержащий перекрестные переменные, получающиеся при перемножении бинарной переменной  $Contract$  на количественную переменную вектора  $Comp_{jkt}$ ,  $\varepsilon_{kt}$  – случайная ошибка,  $i = \overline{1, n}$  – номер контрольной переменной,  $j = \overline{1, p}$  – номер бинарной переменной, характеризующей структуру трудового контракта CEO,  $m = \overline{1, r}$  – номер перекрестной переменной  $ContractComp$ ,  $t = \overline{1, T}$  – время наблюдения,  $k = \overline{1, K}$  – индекс, определяющий принадлежность переменной объекту (компании или CEO).

Поскольку обе модели (3.1) и (3.2) будут применены к панельным данным, надо отметить, что для работы с ними применяются два типа моделей – не учитывающих

индивидуальность объектов наблюдения и учитывающих ее. В первом случае строится обычная сквозная регрессионная модель (Pooled Regression Model), согласно которой предполагается, что параметр модели  $u_{k0} = \beta_0$ , т.е. является *постоянным* и *одинаковым* для каждого объекта наблюдения в каждый фиксированный момент времени. Во втором случае строятся модели с фиксированными эффектами (Fixed Effects Models, FE) и модели со случайными эффектами (Random Effects Models, RE), что позволяет отразить те индивидуальные характеристики объектов, которые *не изменяются во времени* и свойственны изучаемым нами объектам (например, эффективность работы топ-менеджмента, дивидендная политика компании и пр.). Так как их нельзя измерить напрямую, такая индивидуальность объектов моделируется через параметр модели  $u_{k0}$  (свободный член), который принимает *разные* значения для *каждого* объекта. Разница между FE- и RE-моделями в том, что в первой предполагается, что не меняющиеся со временем индивидуальные особенности носят *детерминированный* характер, а во второй – *случайный*. Выбор между моделью сквозной регрессии и FE-моделью делается на основе теста Вальда (Wald Specification Test), между моделью сквозной регрессии и RE-моделью – теста Бройша-Пагана (Breusch-Pagan Specification Test), между FE- и RE-моделью – теста Хаусмана (Hausman Specification Test).

Далее представлено детальное описание каждой из переменных данного эмпирического исследования.

### **Зависимая переменная: ROE**

Рентабельность собственного капитала банка (Return on Equity, ROE) – бухгалтерский показатель финансовой результативности компании, показывающий, какую отдачу на вложенный капитал получают акционеры. В рамках данной работы он представляет собой отношение чистой прибыли банка за финансовый год к средней балансовой стоимости собственного обыкновенного капитала (акций обыкновенных) за этот же период. ROE был выбран в качестве зависимой переменной по следующим причинам. Во-первых, как отмечают [Gaver, 1992] и [Sloan, 1993], бухгалтерские показатели результативности менее подвержены «шуму» по сравнению с рыночными, которые находятся под влиянием экономических и отраслевых факторов, находящихся вне зоны контроля менеджера. Во-вторых, как показывают исследования ([Bayer, Burhop, 2009], [Merchant, 2010] и др.), на практике большинство фирм при определении вознаграждения опираются на бухгалтерские индикаторы результативности. В-третьих, в таких работах по исследованию взаимосвязи между результативностью и мотивацией через вознаграждение и структуру контракта CEO, как [Ang et al., 2002], [Matolcsy et al., 2012], [Kuo et al., 2013] авторы использовали ROE в качестве прокси-переменной финансовой результативности и выявили

значимую взаимосвязь между указанными переменными. Наконец, учитывая, что исследование проводится на выборке американских банков, размер собственного капитала является одним из самых главных показателей в банковской деятельности, поскольку от него зависит, например, максимально возможный объем операций, производимый банком и др. В связи с этим возникает повышенное внимание акционеров к данному индикатору, что выражается в распространенном использовании банками различных вариаций ROE одним из ключевых показателей деятельности (Key Performance Indicators, KPI). Например, вознаграждение акциями топ-менеджеров в JPMorgan Chase & Co. привязано к величине ROE: в 2016 г. при достижении  $ROE \geq 14\%$  выплачивали 150% базовой величины вознаграждения акциями [JPMorgan Chase & Co. DEF 14A, 2017, с. 46].

### **Контрольные переменные: *Size, Lev, Growth***

В качестве прокси-переменной размера компании *Size* выступает балансовая стоимость ее совокупных активов на конец года (долл. США). Размер компании является одной из детерминант ее финансовой результативности, а также вознаграждения топ-менеджеров. Например, [Rosen, 1982] пришел к выводу, что с «увеличением объема операций» CEO, его вознаграждение растет. Размер может выступать барьером для входа на рынок и способствовать экономии на масштабе. [Mehran, 1995] использовал логарифм активов как контрольную переменную финансовой результативности (Q Тобина, ROA) и обнаружил обратную взаимосвязь между ними, а [Matolcsy et al., 2012], [Kuo et al., 2013] использовали логарифм выручки и активов соответственно, и выявили их положительную связь с ROE. Чтобы избежать проблем с гетероскедастичностью, в моделях также будет использована логарифмированная по натуральному основанию величина *Size*.

В качестве прокси-переменной финансового левериджа *Lev* выступает коэффициент долговой нагрузки (Debt Ratio), рассчитываемый как отношение совокупных обязательств к совокупным пассивам на конец года (обе величины – по балансу) [Брейли и др., 2015, с. 516]. Леверидж является прокси-переменной риска и означает, что, увеличивая долг компания с одной стороны влияет на размер выручки, а значит и на прибыль, что в итоге ведет к снижению ROE. С другой стороны, рост левериджа снижает относительную величину собственного капитала, а значит разделяет риски с кредиторами. При разложении ROE на факторы [Ковалев, 2006, с. 348] (см. (3.3)), обнаруживается, что чем выше уровень долга, тем выше при прочих равных и рентабельность собственного капитала. Наконец, [Matolcsy et al., 2012] выявили прямую связь между ROE и левериджем на 1% уровне значимости. Следовательно, связь между указанными переменными предполагается положительной.



$$ROE = \frac{RP}{NP} * \frac{NP}{S} * \frac{S}{A} * \frac{L+E}{E} = \frac{RP}{NP} * \frac{NP}{S} * \frac{S}{A} * \left(1 + \frac{L}{E}\right) \quad (3.3)$$

где  $RP$  – реинвестируемая чистая прибыль,  $NP$  – чистая прибыль,  $S$  – выручка,  $A$  – активы,  $L$  – долг,  $E$  – собственный капитал,  $\frac{L}{E}$  – финансовый леверидж (один из его показателей)

*Growth* рассматривается как возможности роста компании и рассчитывается как отношение ее рыночной ценности к балансовой стоимости собственного капитала. Данный коэффициент был выведен [Penman, 1996] в качестве показателя возможностей инвестирования в фирму. [Core et al., 1999] также использовали его в качестве прокси-переменной для потенциала роста фирмы. Основываясь на указанных исследованиях, можно ожидать прямую связь между *ROE* и *Growth*.

### **Переменные, характеризующие вознаграждение CEO: *Cash, Equity, Remun, EA***

*Cash* - годовое монетарное вознаграждение CEO (долл. США), равное сумме базового оклада и бонуса по результатам года и выплачиваемое преимущественно в денежной форме. Базовый оклад представляет собой постоянную часть компенсационного пакета, которая определяется Советом директоров и не привязывается к результатам деятельности компании. Величина бонусов «привязывается» к различным КРП, из-за чего весь *Cash* является переменной величиной. [Ozkan, 2007] выявил значимую прямую взаимосвязь между монетарным вознаграждением и ROA. [Barro, Barro, 1990] обнаружили, что изменение денежного вознаграждения CEO является детерминантой финансовой результативности банков, выраженной через доходность акций.

*Equity* – годовое долевое вознаграждение CEO (долл. США), равное сумме рыночной ценности пакета акций, предоставленных CEO, и ценности опционов на акции, и выплачиваемое преимущественно в неденежной форме. Ценность опционов оценивается по модели ценообразования опционов Блэка-Шоулза (Black-Scholes Option Pricing Model, OPM). Величина пакета опционов так же, как и акций, определяется внутрикорпоративными долгосрочным планам мотивации топ-менеджмента (Long-Term Incentive Plans, LTIP) и жестко зависит от результатов компании. [Mehran, 1995] выявил сильную прямую взаимосвязь между финансовой результативностью (Q Тобина и ROA) и долевым вознаграждением CEO.

*Remun* – совокупное материальное вознаграждение CEO (Remuneration), складывающееся из денежного и долевого вознаграждения, ценности предоставляемых льгот и привилегий. Рассчитывается как сумма годовых выплат указанных видов вознаграждения (долл. США). Льготы CEO – это определенные преимущества, предоставляемые CEO в связи с особенностями его должностного статуса, трудового стажа

и т.д., с целью компенсации произведенных ими затрат, отличающиеся от льгот других сотрудников своей большей величиной (стоматологическое обслуживание, медицинское страхование, пенсионные программы и др.). Привилегии – это любые преимущества, предоставленные CEO, которые находятся за рамками их льгот (корпоративный автомобиль, самолет и др.). [Cuñat, Guadalupe, 2009] и [Matousek, Tzeremes, 2016] на выборке коммерческих банков и финансовых компаний выявили прямую связь между финансовой результативностью и совокупным вознаграждением CEO.

*EA* - бинарная переменная (БП), принимающая значение «1», если у банка на конец данного года был заключен трудовой контракт с CEO, и значение «0», если не был.

**Переменные, характеризующие структуру трудового контракта CEO:**  
***ContEmp, Coven, CompFull, SevFull***

*ContEmp* - БП, принимающая значение «1», если у CEO на конец данного года был заключен бессрочный трудовой контракт (Continuous Term), и значение «0», если срочный (Fixed Term).

*Coven* – БП, принимающая значение «1», если в контракте CEO в данном году были прописаны все четыре основных ограничительных ковенанта (Covenants): о конфиденциальности, о запрете конкуренции, о запрете переманивания и о запрете вербовки. Переменная принимает значение «0», если хотя бы один ковенант отсутствовал.

*CompFull* – БП, принимающая значение «1», если в контракте CEO в данном году были четко прописаны размеры и условия всех четырех видов вознаграждения: основной оклад, бонус, акции и опционы. Если были нечеткие условия либо были даны четкие и ясные, но не по всем четырём видам вознаграждения, то переменная равнялась «0». Под фразой «четко и ясно» здесь и далее понимается, что в контракте указываются конкретные размеры, сроки и порядок вознаграждения, а не делается *лишь упоминание* о наличии данного вида вознаграждения для CEO и *дается отсылка* к какому-либо внутрикорпоративному документу (программе, плану и т.п.).

*SevFull* – БП, равная «1», если в контракте CEO прописано, что в качестве выходного пособия в случае прекращения занятия должности по уважительной причине (For Good Reason) либо без оснований (Without Cause) ему будут выплачиваться все три следующих вида вознаграждения – оклад, бонус и льготы. Если хотя бы что-то не предусмотрено, БП становится равной «0».

С целью нивелирования влияния инфляции значения переменных *Size, Cash, Equity* и *Retun* были продефлированы на основании данных Бюро статистики труда США (Bureau of Labor Statistics) об индексе потребительских цен [CPI, 2016] и представлены в ценах 2013 г.

В таблице 1 представлена обобщающая информация обо всех переменных.

**Таблица 1.** Определения переменных, использованных в эмпирическом исследовании

Переменная	Описание
<i>Зависимая переменная</i>	
<i>ROE</i>	Рентабельность собственного капитала банка: отношение чистой прибыли банка за финансовый год к средней балансовой стоимости собственного обыкновенного капитала за тот же год
<i>Независимые переменные</i>	
<i>Size</i>	Размер банка: дефлированная балансовая стоимость совокупных активов на конец года (долл. США)
<i>Lev</i>	Финансовый леверидж банка: отношение балансовой стоимости совокупных обязательств на конец года к балансовой стоимости совокупных пассивов на конец того же года
<i>Growth</i>	Возможности роста банка: отношение рыночной ценности собственного капитала банка на конец года к балансовой стоимости собственного капитала на конец того же года
<i>Cash</i>	Дефлированное годовое монетарное (базовый оклад плюс бонус) вознаграждение CEO (долл. США)
<i>Equity</i>	Дефлированное годовое долевое (акции плюс опционы) вознаграждение CEO (долл. США)
<i>Remun</i>	Дефлированное совокупное годовое (монетарное плюс долевое вознаграждение плюс ценность льгот и привилегий) вознаграждение CEO (долл. США)
<i>EA</i>	Бинарная переменная (БП): у CEO на конец года был контракт = 1, не был = 0
<i>ContEmp</i>	БП: заключенный на конец года контракт CEO бессрочный = 1, срочный = 0
<i>Coven</i>	БП: в контракте CEO в данном году прописаны все четыре ковенанта: о конфиденциальности, о запрете переманивания, о запрете конкуренции, о запрете вербовки = 1, не все четыре = 0
<i>CompFull</i>	БП: в контракте CEO в данном году четко прописаны размеры и условия всех четырех следующих видов вознаграждения: оклад, бонус, акции, опционы = 1, нечетко или не всех = 0
<i>SevFull</i>	БП: в контракте CEO в данном году прописано, что в качестве выходного пособия в случае прекращения занятия должности по уважительной причине либо без оснований ему будут выплачиваться все три следующих вида вознаграждения: оклад, бонус и льготы = 1, не все = 0

### 3.3. Формирование выборки и описательная статистика переменных

Значительное количество исследований на тему взаимосвязи между финансовой результативностью и мотивацией топ-менеджмента через вознаграждение и структуру контракта было посвящено нефинансовым компаниям. Однако существует немало работ, проведенных на выборке компаний из финансового сектора, особенно в отношении изучения связи pay-performance (детали см. Гл. 3.1). Банки являются кровеносной системой финансового сектора страны, и от качества их функционирования зависит состояние и развитие экономики в целом. Хорошим примером этому является финансовый кризис 2007-2008 гг., явно продемонстрировавший последствия неэффективного управления такими банками как Lehman Brothers, Bear Stearns и Merrill Lynch. В связи с этим, представляется

важным исследовать взаимосвязь между финансовой результативностью и вознаграждением топ-менеджмента именно на выборке банков. Кроме того, выбор пал на банки США, поскольку в этой стране степень раскрытия информации, в частности о вознаграждении и контрактах CEO, одна из самых высоких в мире.

Для проведения эмпирического исследования были отобраны 80 банков США, представленных на текущий момент в составе индекса S&P Composite 1500, который рассчитывается на основе компаний, входящих в S&P MidCap 400, S&P 500 и S&P SmallCap 600, и покрывает 90% рыночной капитализации американских компаний [Ferri, 2013]. Поскольку не по всем банкам удалось найти необходимую информацию, конечная выборка была представлена данными по 71 банку США за период в 3 года, с 2013 по 2015 гг. Информация была взята из четырех основных источников.

#### **Прокси отчет DEF 14A для Комиссии по ценным бумагам и биржам США**

Данные отчеты (SEC Proxy Statement DEF 14A) были выгружены из системы EDGAR, в которой американские компании в обязательном порядке публикуют свою отчетность. Форма DEF 14A является обязательной согласно разделу 14(a) Закона о бирже ценных бумаг 1934 г. Комиссия обязывает компании публиковать данный документ для акционеров, чтобы обеспечить их необходимой информацией для голосования. Отчет включает информацию, которая будет обсуждаться на годовом собрании акционеров, связанную с практиками вознаграждения директоров и топ-менеджмента, изменениями в политике вознаграждения и их обоснованием. Кроме того, в нем в специальных таблицах (Summary Compensation Table) отражается информация о вознаграждении топ-менеджеров фирмы, включая базовый оклад, бонус, элементы долевого стимулирования, акции, опционы, отложенное вознаграждение, льготы и привилегии.

Для эмпирического исследования вручную были собраны следующие данные из отчетов DEF 14A: базовый оклад, бонус, рыночная ценность предоставленного CEO пакета акций, пакета опционов, льгот и привилегий, а также совокупное вознаграждение за год. Из этого источника была получена информация о том, есть ли у CEO заключенный трудовой контракт с банком. Исследовав все отчеты DEF 14A было выявлено, что только у 33 из 71 CEO имеются заключенные трудовые контракты (в каждом из трех исследуемых лет), остальные же работают на основе специальных соглашений, не являющихся трудовыми контрактами. В целом это совпадает с исследованием [Gillan et al., 2009], в котором они обнаружили, что большинство компаний из списка S&P500 в 2000 г. не заключали трудовых контрактов со своими CEO.

## Трудовые контракты CEO

Пожалуй, это один из самых сложных этапов сбора информации. Данные по контрактам CEO собирались вручную из отчетности банков, которая раскрывается в системе EDGAR. Согласно правилам формирования отчетности по форме 8-K, компания обязана публиковать краткое описание любого заключенного с CEO контракта или соглашения в рамках данного отчета [SEC]. Таким образом, тексты трудовых контрактов CEO обычно раскрываются в Приложении 10 (Exhibit 10) к отчетности по форме 8-K, 10-K и 10-Q, откуда они и были получены. В итоге оказалось, что в открытом доступе находились контракты только 27 из 33 CEO (в каждом из трех исследуемых лет), с которыми они были заключены. Всего было собрано 76 трудовых контрактов и 10 дополнительных соглашений к ним (датированных с 1998 по 2016 гг.).

## База данных Thomson Reuters Eikon

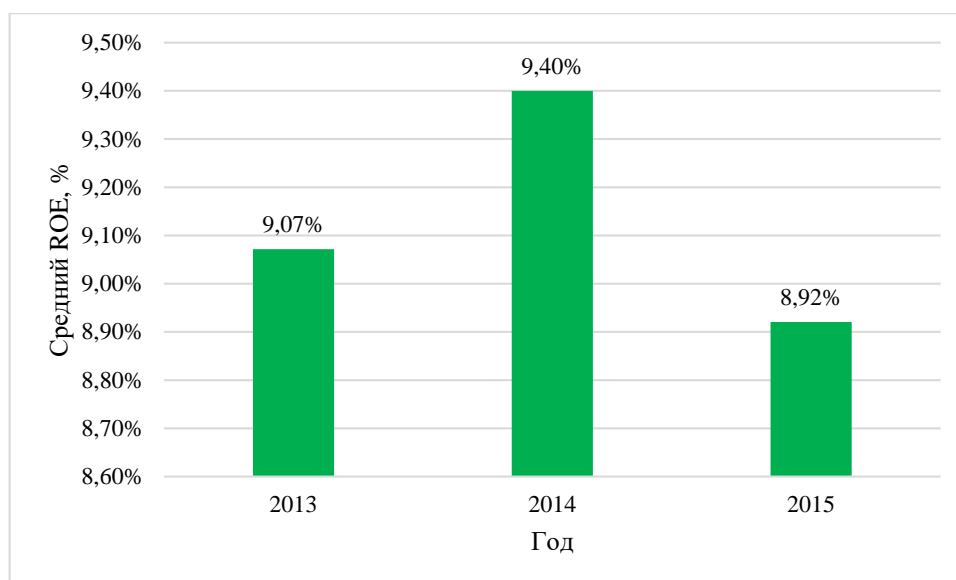
На информационном портале TR Eikon доступны различные данные по 40 000 компаний мира. Информация о величине совокупных активов, совокупных обязательств, рентабельности собственного капитала, коэффициента Price-to-Book Equity (проки-переменная возможностей роста) банков была получена из указанной базы данных.

Описательная статистика всей панели данных представлена в таблице 2, по каждому году – в Приложении 2, по банкам, заключившим с CEO контракт и не сделавшим это – в Приложении 3.

**Таблица 2.** Описательная статистика переменных, использованных в эмпирическом исследовании, за все три года

Переменная	Наблюдения	Среднее	СКО	Мин	Макс
<i>ROE</i>	210	0.0913	0.0309	0.0107	0.1829
<i>Size</i>	213	$1.76 \cdot 10^{11}$	$4.75 \cdot 10^{11}$	$2.29 \cdot 10^9$	$2.53 \cdot 10^{12}$
<i>Lev</i>	211	0.8861	0.0193	0.8225	0.9286
<i>Growth</i>	199	1.3850	0.4702	0.1696	3.0554
<i>Cash</i>	207	2123421	1868660	280236	$1.14 \cdot 10^7$
<i>Equity</i>	206	2505818	3359664	0	$1.82 \cdot 10^7$
<i>Remun</i>	207	5255816	5243264	302944	$2.73 \cdot 10^7$
<i>EA</i>	213	0.4648	0.4999	0	1
<i>ContEmp</i>	213	0.3521	0.4788	0	1
<i>Coven</i>	213	0.2394	0.4277	0	1
<i>CompFull</i>	213	0.0282	0.1658	0	1
<i>SevFull</i>	213	0.0751	0.2642	0	1

Средний за весь трехлетний период *ROE* составляет 9,13%. В течение исследуемого периода его средняя величина снизилась на 1,66% (с 9,07% до 8,92%). (рис. 2). С 2013 по 2014 рост составил 3,64% (с 9,07% до 9,4%), с 2014 по 2015 показатель снизился на 5,1% (с 9,4% до 8,92%).



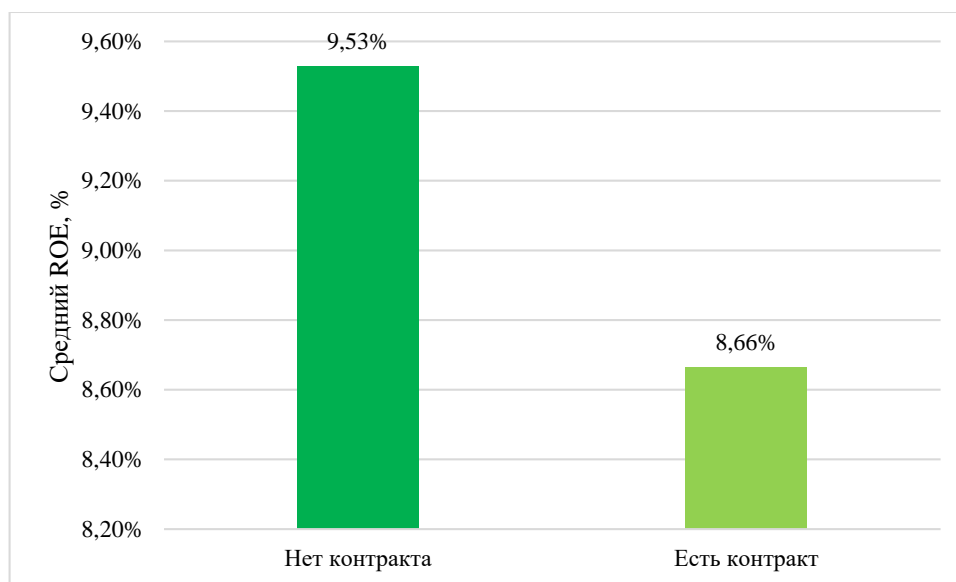
**Рис. 2.** Средний ROE по годам, 2013-2015, %

Выборочные средние значения *ROE* хорошо согласуются со статистикой среднегодовой рентабельности собственного капитала всего банковского сектора США. По данным ФРС США [FRED USROE] за 2013 г. она составляла 9,6%, за 2014 – 8,95%, за 2015 – 9,17%. В то же время, они являются достаточно высокими по сравнению с большинством европейских стран (таблица 3). Их можно сравнить лишь со среднегодовыми ROE банков таких государств, как Чехия (2013 – 11,4%, 2014 – 12,7%), Швеция (2013 – 11,1%, 2014 – 12,5%) и Эстония (2013 – 10,7%). Рентабельность собственного капитала банков Германии (2013 – 1,3%, 2014 – 4,8%), Франции (2013 – 6%, 2014 – 3,3%), Великобритании (2013 – 2,2%, 2014 – 6,8%), Италии (2013 – -11,5%, 2014 – 2,4%) и Испании (2013 – 5,8%, 2014 – 6,8%) была значительно ниже, чем в США. Банковский сектор всего ЕС в целом и вовсе испытывает серьезные трудности с ROE. В 2013 г. он составлял 2,2%, в 2014 – 2,7%, в 2015 – 5%. С другой стороны, китайские банки демонстрируют значительно лучшие результаты: в 2013 – 18,5%, в 2014 – 17,1%, в 2015 – 14,3% [Statista ROE].

**Таблица 3.** Среднегодовая рентабельность собственного капитала банков разных стран, 2013-2015, %. Составлено по: [FRED USROE], [EBF, 2014], [EBF, 2015], [Labró, 2016], [Statista ROE]

Страна	Среднегодовой ROE		
	2013	2014	2015
США	9.6%	8.95%	9.17%
Чехия	11.4%	12.7%	-
Швеция	11.1%	12.5%	-
Эстония	10.7%	-	-
Германия	1.3%	4.8%	-
Франция	6%	3.3%	-
Великобритания	2.2%	6.8%	-
Италия	-11.5%	2.4%	-
Испания	5.8%	6.8%	-
ЕС	2.2%	2.7%	5%
Китай	18.5%	17.1%	14.3%

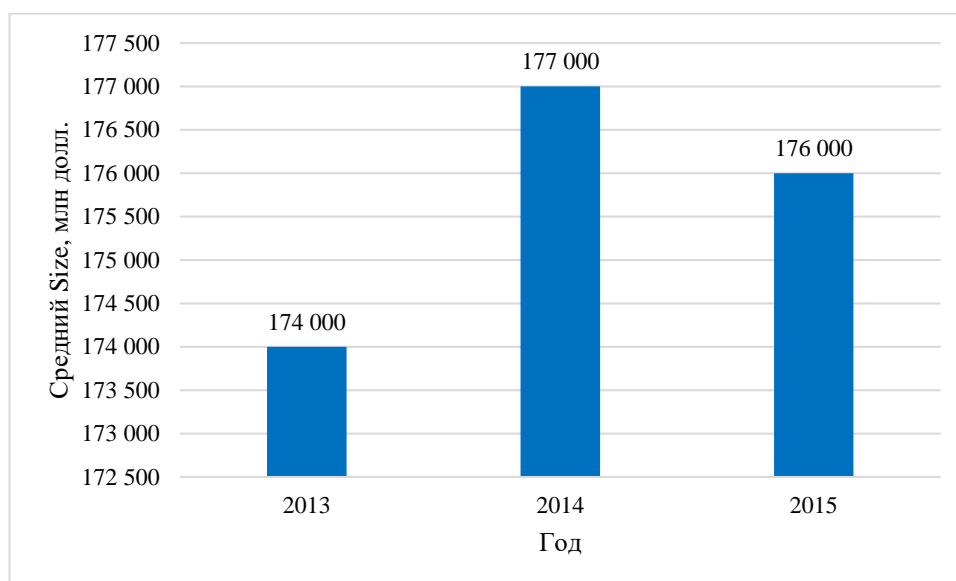
Интересно рассмотреть среднее значение *ROE* в разрезе банков, заключивших с CEO контракт (46,5% наблюдений выборки) и не сделавших этого (рис. 3). Так, у первой категории банков *ROE* в среднем за три года оказался ниже на 0,87 п.п. (8,66% против 9,53%). Таким образом, можно констатировать, что *по результатам регрессионного анализа между этими двумя категориями банков можно ожидать значимые различия в величине ROE.*



**Рис. 3.** Средний за три года *ROE* банков, заключивших с CEO контракт и не сделавших этого, %

Средний за весь трехлетний период *Size* составляет 176 млрд долл. (все данные, как уже говорилось ранее, продефлированы и представлены в ценах 2013 г.). В течение трех лет средние совокупные активы в целом выросли на 1,15% – со 174 млрд долл. до 176 млрд

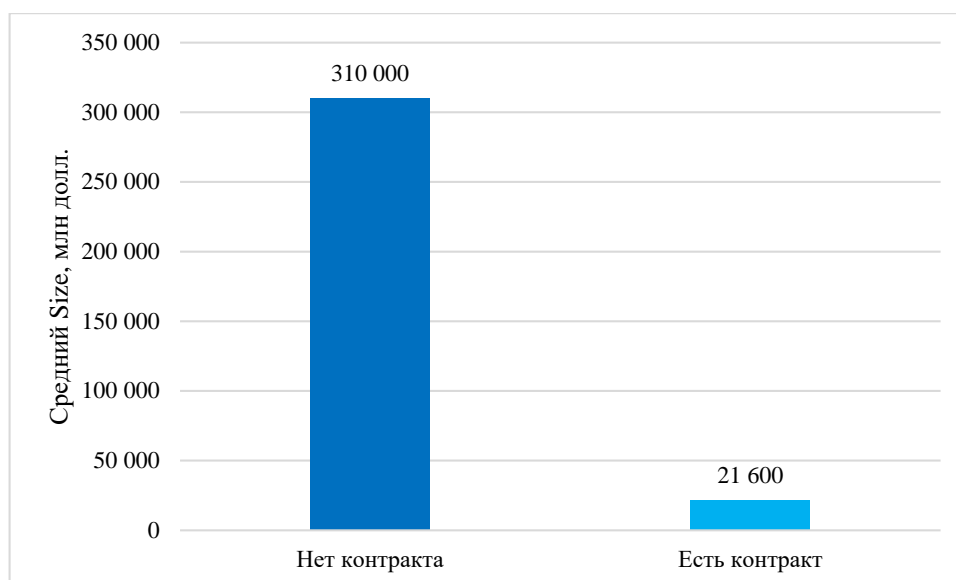
долл. (рис. 4). С 2013 по 2014 рост составил 1,72% (со 174 млрд долл. до 177 млрд долл.), а с 2014 по 2015 – спад на 0,56% (до 176 млрд долл.).



**Рис. 4.** Средний Size по годам, 2013-2015, млн долл.

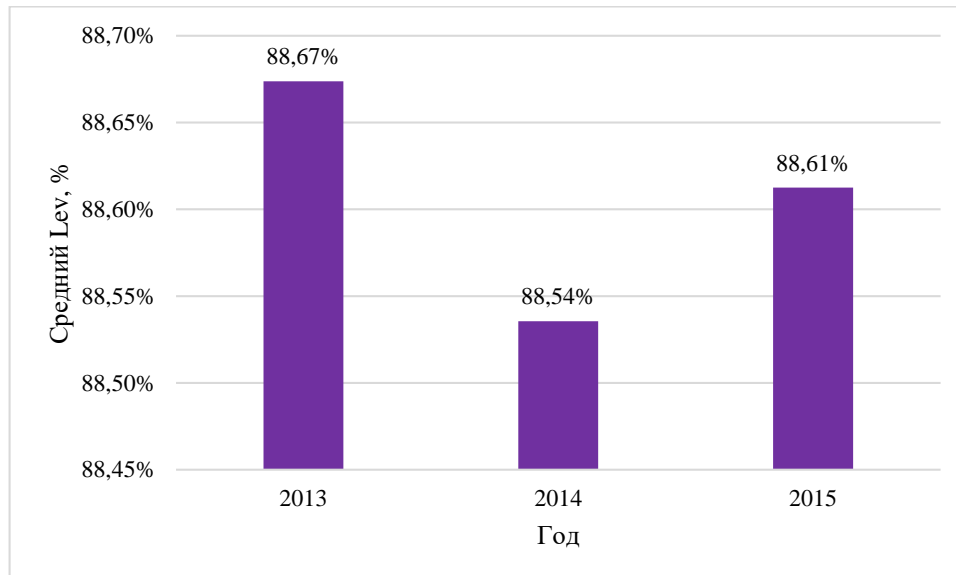
Столь низкое среднее значение *Size* по сравнению с максимальным свидетельствует о сдвиге графика плотности распределения влево относительно медианы. Это говорит о том, что между «средним» американским банком и «крупным игроком» имеет место серьезный разрыв в величине активов. В связи с этим, интересным представляется рассмотрение среднего *Size* в разрезе банков, заключивших с CEO контракт и не сделавших этого (рис. 5). Так, у первой категории банков (46,5% наблюдений выборки) совокупные активы в среднем за три года оказались в 14,35 (!) раз меньше, чем у второй (21 600 млн долл. против 310 000 млн долл.). Из этого можно сделать предварительный вывод о том, что практика заключения контрактов с CEO является распространенной в основном в относительно небольших банках.





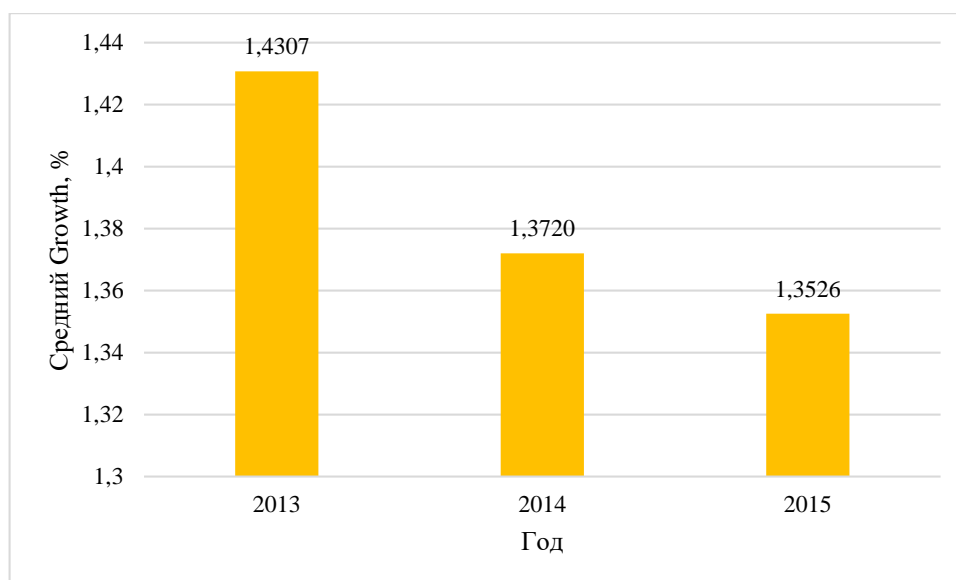
**Рис. 5.** Средний за три года *Size* банков, заключивших с CEO контракт и не сделавших этого, млн долл.

Средний *Lev* за 3 года практически не изменился (спад всего на 0,07%, рис. 6). Столь высокое среднее (88,61%) и одновременно низкое СКО (1,93%) для данной переменной объясняется природой объектов в выборке – основным источником капитала банков являются заемные средства, а также для них существуют минимальные требования по достаточности собственного капитала, которые они жестко соблюдают.



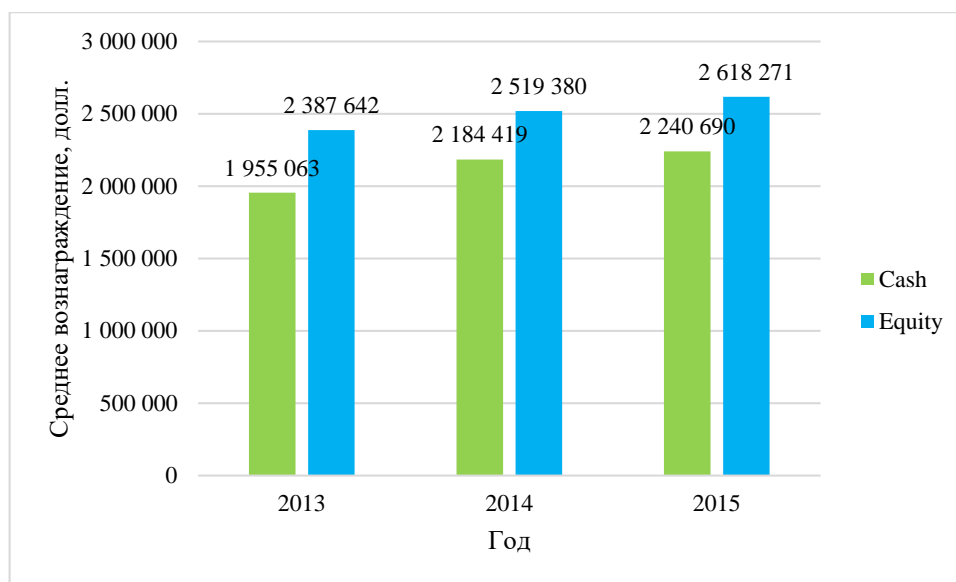
**Рис. 6.** Средний *Lev* по годам, 2013-2015, %

Средний *Growth* за исследуемый период составляет 1,38, однако имеет отрицательную динамику (рис. 7). В 2013-2014 он снизился на 4,4% (с 1,4307 до 1,372), а в 2014-2015 – еще на 1,4% (с 1,372 до 1,3526).

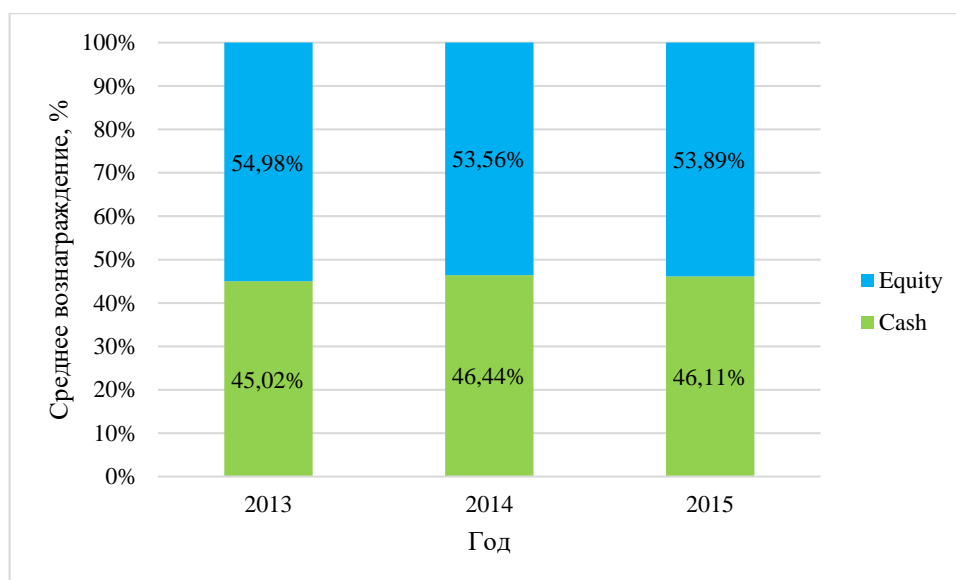


**Рис. 7.** Средний Growth по годам, 2013-2015, %

Что касается вознаграждения CEO, то в целом динамика как по денежному (*Cash*), так и по долевого (*Equity*) вознаграждению положительны (рис. 8), причем последнее стабильно занимает большую долю в их сумме, и на протяжении трех лет соотношение практически не меняется (рис. 9). Так, денежное вознаграждение выросло за три года на 14,6% (с 1 955 063 долл. до 2 240 690 долл.), долевое – на 9,7% (с 2 387 642 долл. до 2 618 271 долл.).

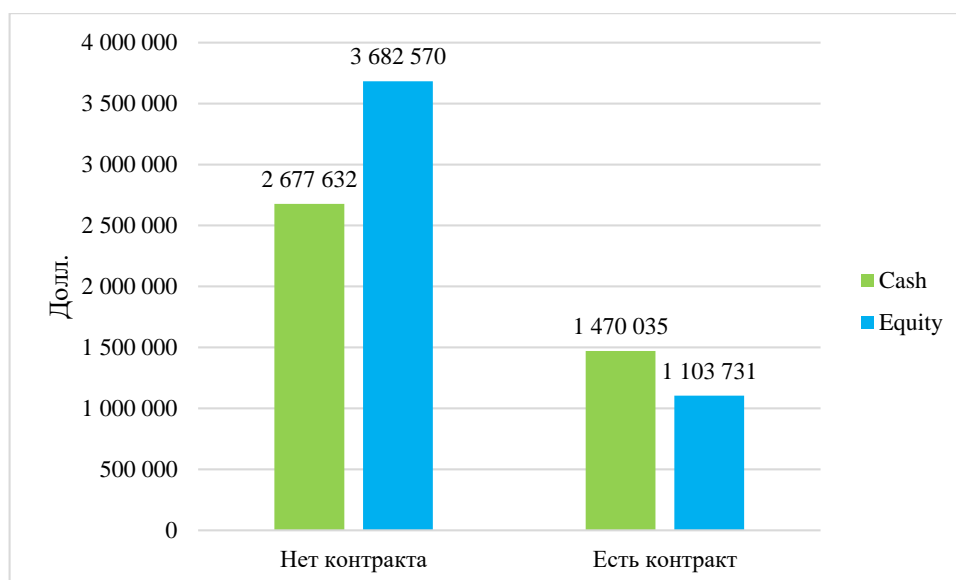


**Рис. 8.** Средние Cash и Equity по годам, 2013-2015, долл.



**Рис. 9.** Соотношение средних *Cash* и *Equity* по годам, 2013-2015, %

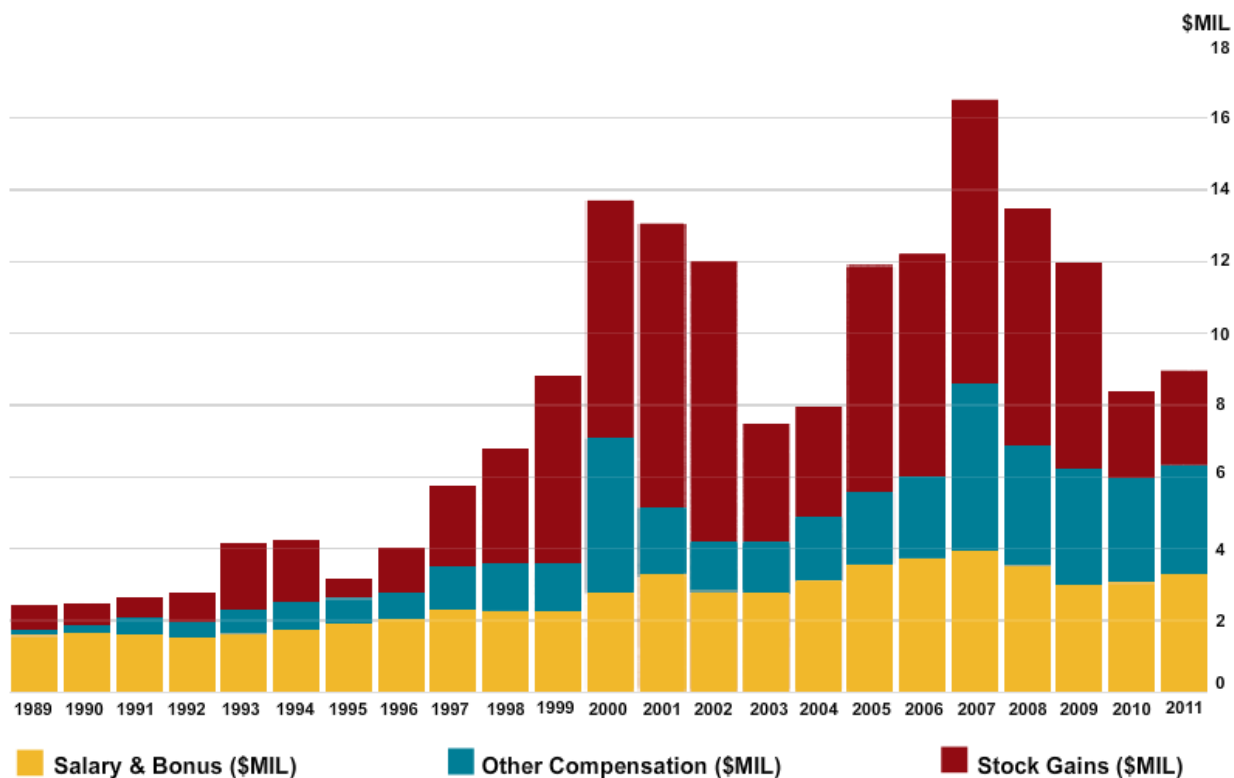
Как было показано ранее, есть основания предполагать, что практика заключения контрактов с CEO является распространенной в сравнительно небольших банках, из-за чего можно предположить, что среднее как *Cash*, так и *Equity*, должны быть больше в тех банках, где с CEO контракт заключен не был, поскольку между вознаграждением CEO и размером компании имеет место прямая связь ([Jensen, Murphy, 1990]). Рис. 10 данное предположение подтверждает – средний *Cash* и *Equity* в банках, которые не заключали контракта с CEO, соответственно в 1,82 раза и 3,34 раза больше, чем в банках, которые имеют контракт с CEO. Кроме этого, также стоит отметить, что у последних (т.е. относительно небольших банков), среднее денежное вознаграждение превышает доленое вознаграждение. Это совпадает с результатами отчета [Meridian, 2015], в котором авторы пришли к выводу, что в американских банках, активы которых составляли от 10 до 20 млрд. долл. (средний *Size* банков, имеющих контракт с CEO, – 21,6 млрд долл.), в 2014-15 гг. доля денежного вознаграждения (базовый оклад и годовые бонусы) составляла 59% от суммы денежного и долевого вознаграждения.



**Рис. 10.** Средний за три года Cash и Equity банков, заключивших с СЕО контракт и не сделавших этого, долл.

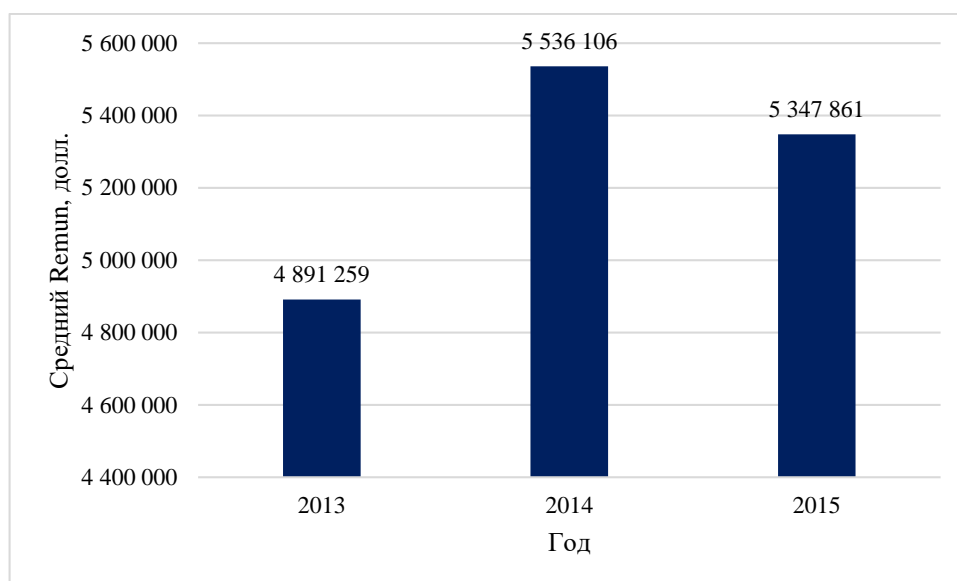
Согласно данным [Forbes, 2011] (рис. 11), размер денежного вознаграждения СЕО крупнейших американских компаний с 2000 по 2011 гг. колебался в среднем с 2,7 до 3,9 млн. долл., в то время как размер вознаграждения, выплачиваемого в акциях, – с 3,1 до 8 млн. долл.<sup>13</sup>. Таким образом, денежное вознаграждение СЕО в 2013-2015 гг. в банковском секторе США в среднем совпадает с денежным вознаграждением СЕО крупнейших американских компаний, но вознаграждение акциями – не совпадает и в среднем ниже, чем аналогичные выплаты в крупнейших компаниях США.

<sup>13</sup> В долларах 2011 г.



**Рис. 11.** Историческая диаграмма: вознаграждение CEO за два десятилетия, 1989-2011, млн долл. Источник: [Forbes, 2011]

Среднее значение *Remun* за три года составило 5 255 816 долл. За этот период оно в целом выросло на 9,3% (с 4 891 259 долл. до 5 347 861 долл., рис. 12). Небольшой спад в 3,4% был зафиксирован с 2014 на 2015 г. (с 5 536 106 долл. до 5 347 861 долл.). Учитывая, что как *Cash*, так и *Equity*, из года в год росли, данный спад можно объяснить только снижением ценности предоставленных CEO льгот и привилегий в 2015 г.



**Рис. 12.** Средний Remun по годам, 2013-2015, долл.

В среднем трудовые контракты заключены у 46,5% CEO (переменная *EA*). Из тех, кто заключил контракт (таблица 16, Приложение), 75,7% заключили его на бессрочной основе (*ContEmp*), что соответствует 35,2% всех наблюдений (таблица 2). Большинство контрактов (51,5% – только от тех, кто заключил контракты, или 24% – от всех наблюдений) включают в себя все четыре основных ограничительных ковенанта (*Coven*). Наконец, в абсолютном меньшинстве контрактов (6% – только от тех, кто заключил контракты, или 2,8% – от всех наблюдений) четко прописаны размеры и условия всех четырех следующих видов вознаграждения: базовый оклад, бонус, акции и опционы (*CompFull*). Это может объясняться тем, что все эти условия могут быть прописаны в специальных корпоративных документах, вроде Планов долгосрочного долевого стимулирования топ-менеджмента (*Executive Long-Term Incentive Equity Plan*) и др. Чуть больше, но все же тоже меньшинство, контрактов (16% – только от тех, кто заключил контракты, или 7,5% – от всех наблюдений) предполагают выплату CEO всех трех видов вознаграждения – оклад, бонус и льготы – в качестве выходного пособия при прекращении по уважительной причине либо без оснований (*SevFull*).

Как можно заметить, количество наблюдений по каждой переменной не всегда одинаково, что связано с отсутствием отчетности по форме DEF 14A за 2015 г., отсутствием трудовых контрактов CEO в открытом доступе или отсутствием нужной информации в базе данных Thomson Reuters Eikon. Также надо отметить, что во всей выборке только в 3 банках за период исследования сменился CEO (*Citizens Financial Group Inc*, *First Niagara Financial Group Inc* и *Texas Capital Bancshares Inc*), однако это никак не повлияло в дальнейшем на значимость построенных моделей и факторов, в связи с чем было решено не удалять эти значения из выборки. Таким образом, можно заключить, что панель данных является несбалансированной, однако природа несбалансированности является экзогенной.

Прежде, чем приступить к регрессионному анализу, необходимо провести корреляционный анализ на основе корреляционных матриц (таблицы 4, 5).

**Таблица 4.** Корреляционная матрица по переменным модели (3.1)

	<i>ROE</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Growth</i>	<i>EA</i>	<i>Cash</i>	<i>Equity</i>	<i>Remun</i>
<i>ROE</i>	1							
<i>Size</i>	-0.0811	1						
<i>Lev</i>	0.1978***	0.1238*	1					
<i>Growth</i>	0.6582***	-0.2881***	0.2225***	1				
<i>EA</i>	-0.1398**	-0.3028***	-0.1439**	-0.0227	1			
<i>Cash</i>	-0.0137	0.5882***	0.0899	-0.2569***	-0.3228***	1		
<i>Equity</i>	-0.0346	0.8069***	0.1810***	-0.2606***	-0.3833***	0.7672***	1	
<i>Remun</i>	-0.0254	0.7421***	0.1439**	-0.2694***	-0.3311***	0.8706***	0.9352***	1
***, **, * - значимость на 1%, 5%, 10% уровне соответственно								

**Таблица 5.** Корреляционная матрица по переменным модели (3.2)

	<i>ROE</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Growth</i>	<i>ContEmp</i>	<i>Coven</i>	<i>CompFull</i>	<i>SevFull</i>
<i>ROE</i>	1							
<i>Size</i>	-0.0811	1						
<i>Lev</i>	0.1978***	0.1238*	1					
<i>Growth</i>	0.6582***	-0.2881***	0.2225***	1				
<i>ContEmp</i>	-0.1626**	-0.2407***	-0.1044	-0.0891	1			
<i>Coven</i>	-0.0735	-0.1717**	-0.0334	0.0068	0.5308***	1		
<i>CompFull</i>	0.1104	-0.0608	-0.0657	0.0014	0.2309***	-0.029	1	
<i>SevFull</i>	-0.091	-0.0787	-0.1136*	-0.0432	0.3866***	0.2575***	-0.0485	1
***, **, * - значимость на 1%, 5%, 10% уровне соответственно								

Высокие значимые значения (более, чем 0,7) коэффициента корреляции наблюдаются только в рамках модели (3.1) в таких парах факторов как *Equity* – *Size*, *Remun* – *Size*, *Equity* – *Cash*, *Remun* – *Cash*, *Remun* – *Equity*. Это свидетельствует о возможном наличии проблемы мультиколлинеарности. Учитывая, что последние две пары факторов не будут присутствовать ни в одной спецификации модели, высокая корреляция между ними не имеет никакого значения. Однако те спецификации модели (3.1), в которых присутствуют оставшиеся пары факторов, в дальнейшем предстоит проверить на мультиколлинеарность с помощью специальных тестов.

### 3.4. Эконометрический анализ и основные выводы

С целью проверки исследовательских гипотез были построены две модели (3.1) и (3.2), первая из которых включала две спецификации (M1, M2), а вторая – одну (M3), детальная информация по которым представлена в Гл. 3.2. Для оценки их параметров использовался статистический пакет Stata. Полученные результаты представлены в таблице 6.

**Таблица 6.** Оценки параметров регрессионных моделей (3.1) и (3.2)

Зависимая переменная	ROE		
Независимые переменные	M1*** (3.1)	M2*** (3.1)	M3*** (3.2)
<i>LnSize</i>	-0.0024	-0.0068**	-0.0027
<i>Lev</i>	0.2015*	0.2244**	0.1709*
<i>Growth</i>	0.0348***	0.0340***	0.0358***
<i>EA</i>	-0.0182**	-0.0244***	
<i>Remun</i>	$-1.80 \cdot 10^{-9}$		
<i>EARemun</i>	$6.88 \cdot 10^{-9**}$		
<i>EACash</i>		$1.66 \cdot 10^{-8**}$	
<i>EAEquity</i>		$8 \cdot 10^{-10}$	
<i>ContEmp</i>			-0.0203**
<i>Coven</i>			0.0193*
<i>CompFull</i>			0.2893**
<i>SevFull</i>			-0.0101
<i>ContEmpRemun</i>			$8.57 \cdot 10^{-9**}$
<i>CovenRemun</i>			$-8.88 \cdot 10^{-9*}$
<i>CompFullRemun</i>			$-1.54 \cdot 10^{-7**}$
<i>SevFullRemun</i>			$3.64 \cdot 10^{-9}$
<i>_cons</i>	-0.079	-0.0021	-0.0542
Число наблюдений	199	199	199
***, **, * - значимость на 1%, 5%, 10% уровне соответственно			

Все модели являются сквозными регрессионными моделями, значимыми на 1% уровне. Анализ значений VIF, проведенный в Stata, показал, что в моделях отсутствует проблема мультиколлинеранности, т.к. у всех переменных каждой из моделей значения VIF оказались низкими (меньше 8). В свою очередь, тесты Уайта (White Test) и Бройша-Пагана (Breusch-Pagan Test) показали отсутствие гетероскедастичности во всех моделях.

Поскольку в модели (3.1) использовались перекрестные переменные, для оценки различий в финансовой результативности между банками, заключившими с CEO контракт и не сделавшими этого, была проверена гипотеза об одновременном равенстве нулю параметров перед бинарными (*EA*) и перекрестными (*EACash*, *EAEquity*, *EARemun*) переменными для каждой из спецификаций. Результаты проверки показали значимое отличие от нуля всех параметров. Таким образом, согласно обеим (M1 и M2) спецификациям модели (3.1) был получен устойчивый результат в отношении переменной *EA*: между банками, которые заключили трудовой контракт с CEO, и банками, которые этого не сделали, имеют место значимые различия в финансовой результативности, а именно – ROE первых ниже, чем ROE вторых. Данный факт входит в противоречие с результатами исследований [Schwab, Thomas, 2006] и [Zhao, 2013], которые обнаружили, что компании, заключившие контракт с CEO, были более результативны.



Одно из объяснений сложившейся ситуации может быть следующим. Анализ описательной статистики двух категорий банков – с контрактами и без – был представлен ранее в Гл. 3.4 (таблицы см. Приложение). Согласно нему, среднее *ROE* подвыборки банков, заключивших контракт, оказалось ниже среднего *ROE* банков, не заключивших контракт. С другой стороны, выяснилось, что совокупные активы банков, заключивших контракт с CEO, в среднем за три года оказались в 14,35 раз меньше, чем банков, не заключивших контракт (21,6 млрд долл. против 310 млрд долл.). Таким образом, можно сделать предварительный вывод о том, что *трудовой контракт CEO – это средство, которое чаще используется в банках, находящихся на относительно начальных этапах своего жизненного цикла, когда их размер и финансовая результативность, как правило, невелики*. Это в свою очередь, может служить одним из объяснений отрицательного знака перед оценкой параметра *EA* в спецификациях M1 и M2 модели (3.1).

Кроме того, положительный знак перед оценкой перед переменной *EARemun* в модели M1 говорит о том, что отдача в *ROE* от совокупного вознаграждения *Remun* для банков, которые заключили контракт с CEO, на  $8 \cdot 10^{-10}$  больше, чем для банков, которые этого не сделали (таблица 7). Данный результат согласуется с выводами [Cuñat, Guadalupe, 2009], которые обнаружил на выборке банков и финансовых компаний из индекса S&P 1500, что финансовая результативность банка (рыночная капитализация) положительно линейно связана с совокупным вознаграждением CEO. ***Таким образом, имеются все основания для того, чтобы принять исследовательскую гипотезу H1.***

**Таблица 7.** Оценка параметров спецификации M1 регрессионной модели (3.1)

<i>ROE</i>	Коэф.	Ст. ошибка	t	P> t	95% дов. инт-ал	
<i>LnSize</i>	-0.0024	0.0038	-0.64	0.523	-0.0099	0.0051
<i>Lev</i>	0.2015	0.1048	1.92	0.057	-0.0059	0.4089
<i>Growth</i>	0.0348	0.0041	8.47	0.000	0.0267	0.0429
<i>EA</i>	-0.0182	0.0084	-2.16	0.033	-0.0349	-0.0015
<i>Remun</i>	$-1.80 \cdot 10^{-9}$	$2.55 \cdot 10^{-9}$	-0.71	0.482	$-6.84 \cdot 10^{-9}$	$3.25 \cdot 10^{-9}$
<i>EARemun</i>	$6.88 \cdot 10^{-9}$	$2.95 \cdot 10^{-9}$	2.34	0.021	$1.05 \cdot 10^{-9}$	$1.27 \cdot 10^{-9}$
_cons	-0.0790	0.1380	-0.57	0.568	-0.3522	0.1942
Число наблюдений = 199 F (6, 192) = 27.12 Prob > F = 0.0000 R-квадрат = 0.5755 Скоррект. R-квадрат = 0.5543						

В спецификации M2 значимыми оказались все три фактора базовой модели. Значимость *LnSize* означает, что при увеличении величины совокупных активов на 1% можно ожидать спада *ROE* на  $0.68 \cdot 10^{-4}$  ед. Обратная взаимосвязь согласуется с [Mehran,

1995], который использовал логарифм активов как контрольную переменную финансовой результативности (ROA) и обнаружил обратную взаимосвязь между ними. Прямая связь между *ROE* и такими факторами как *Lev* и *Growth* совпадает с результатами исследований, соответственно, [Matolcsy et al., 2012] (выявили прямую связь между *ROE* и левериджем на 1% уровне значимости) и [Core et al., 1999] (обнаружили прямую связь между результативностью и возможностями роста фирмы).

Положительный знак перед оценкой параметра перед перекрестной переменной *EACash* свидетельствует о том, что отдача в финансовой результативности *ROE* от денежного вознаграждения *Cash* для банков, которые заключили с CEO контракт, на  $1,66 \cdot 10^{-8}$  ед. больше, чем для банков, которые этого не сделали (таблица 8). **Таким образом, есть все основания для того, чтобы принять исследовательскую гипотезу H2.**

В то же время, незначимость *EAEquity* интерпретируется как отсутствие различий в отдаче от долевого вознаграждения *Equity* между банками, заключившими контракт с CEO, и не сделавшими этого. Более высокую отдачу от *Cash*, но не *Equity*, для банков, которые заключили с CEO контракт, можно объяснить, базируясь на предварительном выводе, сделанном до этого. Монетарное вознаграждение будет «выигрывать» у долевого вознаграждения в небольших банках<sup>14</sup> (а банки, заключившие с CEO контракты, как раз могут быть отнесены к небольшим банкам, поскольку их выборочный средний размер составляет 21,6 млрд долл.) по причине самой сущности долевого вознаграждения. Последнее всегда является более рисковым, более неопределенным, т.к. содержит в себе ограниченность. Ограниченность как минимум за счет ликвидности. Сложно спорить с тем фактом, что ликвидность финансовых инструментов небольших банков обычно ниже тех же инструментов, но крупных игроков, «голубых фишек». Именно это и может служить одной из причин того, почему монетарное вознаграждение более результативно, чем доленое, в небольших коммерческих банках.

Таким образом, полученный в данной работе результат о том, что отдача от денежного вознаграждения выше отдачи от долевого вознаграждения, согласуется с выводами [Meridian, 2015] и объясняется относительно небольшим размером банков и самой сутью долевого вознаграждения.

---

<sup>14</sup> Например, авторы [Meridian, 2015] отмечают, что 59% компенсационного пакета CEO представлено краткосрочным вознаграждением, а как известно (Гл. 1.1.2), краткосрочное вознаграждение выплачивается преимущественно в денежной форме

**Таблица 8.** Оценка параметров спецификации M2 регрессионной модели (3.1)

<b>ROE</b>	<b>Коэф.</b>	<b>Ст. ошибка</b>	<b>t</b>	<b>P&gt; t </b>	<b>95% дов. инт-ал</b>	
<i>LnSize</i>	-0.0068	0.0032	-2.08	0.039	-0.0132	-0.0003
<i>Lev</i>	0.2244	0.0944	2.38	0.019	0.0375	0.4114
<i>Growth</i>	0.0340	0.0040	8.46	0.000	0.0260	0.0419
<i>EA</i>	-0.0244	0.0088	-2.78	0.006	-0.0418	-0.0071
<i>EACash</i>	$1.66 \cdot 10^{-8}$	$6.63 \cdot 10^{-9}$	2.51	0.013	$3.50 \cdot 10^{-9}$	$2.97 \cdot 10^{-8}$
<i>EAEquity</i>	$8 \cdot 10^{-10}$	$4.89 \cdot 10^{-9}$	0.16	0.870	$-8.89 \cdot 10^{-9}$	$1.05 \cdot 10^{-8}$
<i>_cons</i>	-0.0021	0.1042	-0.02	0.984	-0.2085	0.2043
Число наблюдений = 199 F (6, 192) = 27.48 Prob > F = 0.0000 R-квадрат = 0.5808 Скоррект. R-квадрат = 0.5597						

В модели (3.2) значимыми оказались только два фактора базовой модели из трех: *Lev* и *Growth*. В обоих случаях направление взаимосвязи оказалось положительным, т.е. имеет место полное совпадение с первоначальными предположениями и выводами работ других исследователей ([Matolcsy et al., 2012], [Core et al., 1999]).

Поскольку в модели (3.2) также использовались перекрестные переменные, для оценки различий в финансовой результативности между банками, включившими в структуру контракта CEO определенные пункты, и остальными банками, была проверена гипотеза об одновременном равенстве нулю параметров перед бинарными (*ContEmp*, *Coven*, *CompFull*, *SevFull*) и перекрестными (*ContEmpRemun*, *CovenRemun*, *CompFullRemun*, *SevFullRemun*) переменными. Результаты проверки показали значимое отличие от нуля всех параметров.

Таким образом, модель (3.2) позволяет сделать следующие выводы (таблица 9). Между банками, заключившими бессрочный контракт с CEO (*ContEmp*), и остальными банками, есть значимые различия в финансовой результативности, а именно: ROE первых ниже ROE вторых на 0,0203 ед. Данный результат может объясняться ростом неопределенности из-за нечетких временных границ в сроках пребывания в должности.

ROE банков, четко прописавших в контракте CEO размеры и условия вознаграждения через оклад, бонус, акции и опционы (одновременно все четыре; *CompFull*), выше на 0,2893 ед. ROE банков, не сделавших этого. Подобный результат можно объяснить снижением неопределенности за счет четких ожиданий в отношении действий работодателя. Ведь как было сказано ранее (Гл. 1.2.1), связь трудового контракта и вознаграждения заключается в том, что трудовой контракт *официально закрепляет обязательство* работодателя *предоставить вознаграждение* работнику в обмен на его труд в пользу работодателя. Следовательно, чем точнее и детальнее это обязательство

закреплено в контракте, тем выше уверенность и определенность работника. Это, в свою очередь, создает благоприятные условия для более результативной работы на благо компании.

Значимость переменной *Coven* говорит о том, что те банки, что включили в контракты все четыре ковенанта (о конфиденциальности, запрете переманивания, запрете конкуренции, запрете вербовки), опережают по ROE на 0,0193 ед. остальных игроков. Данный результат также можно объяснить через снижение неопределенности в отношении санкций за разглашение конфиденциальной информации в период пребывания в должности и после него, переманивание персонала или клиентов после ухода из фирмы или работу в конкурирующей компании. Следовательно, чем выше определенность, тем выше уверенность CEO в завтрашнем дне и его отдача, выражаемая в конечном итоге в ROE.

Стоит отметить также, что нет никаких различий в ROE между банками, которые выплачивают выходное пособие в виде одновременно оклада, бонуса и льгот, и банками, которые этого не делают. Однако, учитывая, что суммарный эффект от присутствия всех четырех аспектов полного контракта в трудовом контракте CEO является положительным (в первую очередь за счет детального прописания условий вознаграждения), то можно в целом констатировать, что банки, контракты CEO которых являются полными, результативнее банков, контракты CEO которых не являются полными. ***Другими словами, есть все основания для принятия исследовательской гипотезы НЗ.***

Отдельно следует проинтерпретировать значимость перекрестных переменных в модели (3.2). Во-первых, отдача от совокупного вознаграждения *Remun* для банков, заключивших с CEO бессрочный контракт, на  $8,57 \cdot 10^{-9}$  ед. ROE больше, чем для остальных банков. С другой стороны, отдача от *Remun* для тех, кто включил в контракты детальные условия всех четырех видов вознаграждения (*CompFullRemun*) и четко прописал все четыре ковенанта (*CovenRemun*), ниже на  $1,54 \cdot 10^{-7}$  и  $8,88 \cdot 10^{-9}$  ед. ROE, соответственно.

**Таблица 9.** Оценка параметров спецификации М3 регрессионной модели (3.2)

<i>ROE</i>	Коэф.	Ст. ошибка	t	P> t	95% дов. инт-ал	
<i>LnSize</i>	-0.0027	0.0028	-0.96	0.337	-0.0081	0.0028
<i>Lev</i>	0.1709	0.0919	1.86	0.065	-0.0110	0.3529
<i>Growth</i>	0.0358	0.0039	9.23	0.000	0.0281	0.0434
<i>ContEmp</i>	-0.0203	0.0098	-2.07	0.041	-0.0397	-0.0008
<i>Coven</i>	0.0193	0.0107	1.81	0.073	-0.0018	0.0405
<i>CompFull</i>	0.2893	0.1135	2.55	0.012	0.0645	0.5142
<i>SevFull</i>	-0.0101	0.0139	-0.73	0.469	-0.0375	0.0174
<i>ContEmpRemun</i>	$8.57 \cdot 10^{-9}$	$3.45 \cdot 10^{-9}$	2.49	0.014	$1.74 \cdot 10^{-9}$	$1.54 \cdot 10^{-8}$
<i>CovenRemun</i>	$-8.88 \cdot 10^{-9}$	$4.60 \cdot 10^{-9}$	-1.93	0.056	$-1.80 \cdot 10^{-8}$	$2.43 \cdot 10^{-10}$
<i>CompFullRemun</i>	$-1.54 \cdot 10^{-7}$	$6.61 \cdot 10^{-8}$	-2.34	0.021	$-2.85 \cdot 10^{-7}$	$-2.35 \cdot 10^{-8}$
<i>SevFullRemun</i>	$3.64 \cdot 10^{-9}$	$5.25 \cdot 10^{-9}$	0.69	0.490	$-6.77 \cdot 10^{-9}$	$1.40 \cdot 10^{-8}$
_cons	-0.0542	0.0997	-0.54	0.587	-0.2517	0.1432
Число наблюдений = 199						
F (11, 187) = 16.36						
Prob > F = 0.0000						
R-квадрат = 0.6101						
Скоррект. R-квадрат = 0.5728						

После того, как была выявлена столь значимая роль полного контракта для финансовой результативности банков, было принято решение о проведении небольшого дополнительного исследования, направленного на выявление взаимосвязи между отдельными ковенантами и финансовой результативностью банков. Модель, используемая для данной задачи, представляет собой отдельную спецификацию в рамках модели (3.2). Были введены четыре бинарные переменные – *Conf*, *NonSolicit*, *NonCompet*, *NonRecruit* – равные «1», если в контракте CEO присутствует, соответственно, условие о конфиденциальности (Confidentiality Clause), о запрете переманивания (Non-Solicitation), о запрете конкуренции (Non-Competition), о запрете вербовки (Non-Recruit), и «0», если отсутствует. Анализ описательной статистики (таблица 10) показал, что такие ковенанты как условие о конфиденциальности (*Conf*) присутствуют в 75,7% всех контрактов (или 35,2% всей выборки), условие о запрете переманивания (*NonSolicit*) – 58% всех контрактов (27,2% выборки), о запрете конкуренции (*NonCompet*) – 63,6% (29,6% выборки), о запрете вербовки (*NonRecruit*) – 62,6% (29,1% выборки).

**Таблица 10.** Описательная статистика переменных, использованных в дополнительном исследовании, за все три года и по годам

Переменная	Наблюдения	Среднее	СКО	Мин	Макс
За все три года					
<i>Conf</i>	213	0.3521	0.4788	0	1
<i>NonSolicit</i>	213	0.2723	0.4462	0	1
<i>NonCompet</i>	213	0.2958	0.4575	0	1
<i>NonRecruit</i>	213	0.2911	0.4553	0	1
За первый год					
<i>Conf</i>	71	0.3521	0.4810	0	1
<i>NonSolicit</i>	71	0.2817	0.4530	0	1
<i>NonCompet</i>	71	0.2958	0.4596	0	1
<i>NonRecruit</i>	71	0.2817	0.4530	0	1
За второй год					
<i>Conf</i>	71	0.3521	0.4810	0	1
<i>NonSolicit</i>	71	0.2676	0.4459	0	1
<i>NonCompet</i>	71	0.2958	0.4596	0	1
<i>NonRecruit</i>	71	0.2958	0.4596	0	1
За третий год					
<i>Conf</i>	71	0.3521	0.4810	0	1
<i>NonSolicit</i>	71	0.2676	0.4459	0	1
<i>NonCompet</i>	71	0.2958	0.4596	0	1
<i>NonRecruit</i>	71	0.2958	0.4596	0	1

С помощью специальных тестов было подтверждено отсутствие мультиколлинеарности и гетероскедастичности в данной спецификации модели (3.2). Результаты регрессионного анализа представлены в таблице 11. На их основе можно сделать следующие выводы.

Во-первых, ROE банков, которые ввели ковенант о запрете переманивания клиентов, выше ROE остальных банков на 0,0856 ед. Во-вторых, ROE банков, включивших ковенанты о конфиденциальности и о запрете вербовки сотрудников, ниже ROE остальных на 0,0311 и 0,1091 ед. соответственно. Различий в зависимости от включения ковенанта о запрете конкуренции выявлено не было. Отдача от совокупного вознаграждения *Retun* для банков, включивших условие о конфиденциальности, выше на  $1,09 \cdot 10^{-8}$  ед. ROE, а включивших условие о запрете переманивания сотрудников, ниже на  $1,99 \cdot 10^{-8}$  ед. ROE, чем отдача от *Retun* для остальных банков.

**Таблица 11.** Оценка параметров отдельной спецификации модели (3.2), используемой в дополнительном исследовании

<i>ROE</i>	Коэф.	Ст. ошибка	t	P> t	95% дов. инт-ал	
<i>LnSize</i>	-0.0045	0.0028	-1.61	0.110	-0.0100	0.0010
<i>Lev</i>	0.1786	0.0939	1.9	0.060	-0.0074	0.3645
<i>Growth</i>	0.0351	0.0038	9.35	0.000	0.0277	0.0425
<i>Conf</i>	-0.0311	0.0157	-1.98	0.050	-0.0621	0.0000
<i>NonSolicit</i>	0.0856	0.0340	2.51	0.013	0.0182	0.1530
<i>NonCompet</i>	0.0466	0.0373	1.25	0.215	-0.0274	0.1205
<i>NonRecruit</i>	-0.1091	0.0583	-1.87	0.064	-0.2245	0.0063
<i>ConfRemun</i>	$1.09 \cdot 10^{-8}$	$4.36 \cdot 10^{-9}$	2.5	0.014	$2.28 \cdot 10^{-9}$	$1.95 \cdot 10^{-8}$
<i>NonSolicitRemun</i>	$-1.99 \cdot 10^{-8}$	$9.04 \cdot 10^{-9}$	-2.2	0.030	$-3.78 \cdot 10^{-8}$	$-2.02 \cdot 10^{-9}$
<i>NonCompetRemun</i>	$-2.62 \cdot 10^{-8}$	$3.08 \cdot 10^{-8}$	-0.85	0.398	$-8.72 \cdot 10^{-8}$	$3.49 \cdot 10^{-8}$
<i>NonRecruitRemun</i>	$3.74 \cdot 10^{-8}$	$3.48 \cdot 10^{-8}$	1.07	0.285	$-3.16 \cdot 10^{-8}$	$1.06 \cdot 10^{-7}$
_cons	-0.0168	0.1034	-0.16	0.871	-0.2215	0.1880
Число наблюдений = 199 F (11, 187) = 16.52 Prob > F = 0.0000 R-квадрат = 0.6124 Скоррект. R-квадрат = 0.5754						

Таким образом, можно подвести следующие **итоги эконометрического анализа**. Во-первых, все три исследовательские гипотезы были успешно приняты. Во-вторых, одним из нетривиальных результатов стало то, что ROE банков, заключивших с CEO контракты, оказалось ниже, чем ROE банков, не сделавших этого. Возможное объяснение этому заключается в следующем. Поскольку как ROE, так и совокупные активы банков, заключивших контракты, в среднем оказались ниже, чем банков, которые контракты не заключали, можно предположить, что трудовой контракт CEO – это средство, которое чаще используется в банках, находящихся на относительно начальных этапах своего жизненного цикла, когда их размер и финансовая результативность, как правило, невелики. В-третьих, был получен еще один нетривиальный результат о том, что в банках, имеющих контракт с CEO, отдача от денежного вознаграждения оказалась большей, чем отдача от долевого вознаграждения, по сравнению с банками, не имеющими контракта с CEO. Это объясняется тем, что денежное вознаграждение пользуется большим спросом, чем доленое, в небольших банках (к которым как раз и относятся те банки, которые обычно заключают контракт с CEO). Причина этого кроется в самой сути долевого вознаграждения, которое обычно является более рисковым, более неопределенным, т.к. содержит в себе ограниченность. Ограниченность как минимум за счет ликвидности. Сложно спорить с тем фактом, что ликвидность финансовых инструментов небольших банков обычно ниже тех же инструментов, но крупных игроков, «голубых фишек». Именно это и может служить одной

из причин того, почему монетарное вознаграждение результативнее, чем доленое, в небольших коммерческих банках.

**Практическая значимость** данного исследования заключается в том, что на основании его результатов можно говорить, что использование трудовых контрактов для мотивации топ-менеджмента банков (в частности, CEO) будет целесообразней для небольших банков. В этом случае, их финансовая результативность (ROE) будет выше. Кроме того, такой инструмент как контракты предлагается использовать для мотивации CEO в тех банках, которые находятся на начальных этапах своего жизненного цикла, когда их размер не очень велик. При этом для мотивации CEO в таких банках следует делать акцент на денежную часть вознаграждения. Особое внимание следует уделять самой структуре контракта. В частности, подробно прописывать размеры и условия вознаграждения или заключать контракты на определенный срок. Наконец, результаты данной работы могли бы быть полезны исследователям, заинтересованным в вопросах корпоративного управления, в частности в области вознаграждения менеджмента.

В качестве **направлений дальнейших исследований** можно указать следующие. Во-первых, выбор новой совокупности показателей финансовой результативности (например, рыночных), взаимосвязанных с вознаграждением топ-менеджмента (в частности CEO) и структурой их трудовых контрактов. Во-вторых, введение иных характеристик трудовых контрактов CEO, взаимосвязь которых с финансовыми показателями будет значимой. В-третьих, тестирование новых эконометрических моделей для проверки выдвинутых предположений о том, что между указанными в данном исследовании факторами и результативностью имеет место значимая взаимосвязь.



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Как уже отмечалось, исследовательский вопрос данной работы формулировался так: «Нужен ли такой инструмент мотивации СЕО как трудовой контракт и будет ли вознаграждение СЕО стимулировать его на результативную работу?» Этот вопрос стал отправной точкой, после которой была сформулирована цель выпускной квалификационной работы – выявить взаимосвязь между результативностью деятельности компаний и мотивацией СЕО через вознаграждение и использование трудовых контрактов.

В процессе работы над ВКР был сделан вывод о том, что **сущность вознаграждения** заключается в следующем. Во-первых, вознаграждение – это обязательно то, что *представляет ценность* для работника. Причем, в понятие ценность включены не только материальные (зарплата, премии и пр.), но и нематериальные (удовлетворенность работой и пр.) компоненты. Во-вторых, вознаграждение может быть получено только *в обмен* на совершение каких-либо действий в пользу организации.

Если говорить о **структуре материального вознаграждения СЕО**, то оно включает в себя: базовый оклад, краткосрочные мотивационные планы/бонусы (не более года и преимущественно в денежной форме), среднесрочные мотивационные планы (от одного до пяти лет, как в денежной, так и в долевой форме), долгосрочные мотивационные планы (от пяти до десяти лет, преимущественно в долевой форме), льготы (оплата медицинского обслуживания и пр.) и привилегии (личный водитель, пользование корпоративным самолетом и пр.).

Было установлено, что **трудовой контракт** – это соглашение между работодателем и работником, определяющее права и обязанности сторон и предполагающее обмен труда работника на вознаграждение работодателя.

**Классическая структура трудового контракта СЕО** включает в себя такие разделы как: должность и обязанности, период занятия должности (срочный/бессрочный контракт), вознаграждение (описание всех видов, размеров и условий), прекращение занятия должности (в связи с невыполнением условий контракта, по уважительной причине, без оснований, без уважительной причины, по нетрудоспособности и в связи со смертью), обязательства компании после прекращения, ограничительные ковенанты (о конфиденциальности, о запрете переманивания, о запрете конкуренции, о запрете вербовки), прочие пункты, необходимые с юридической точки зрения.

**Финансовая результативность** была определена как способность компании максимально повышать ценность инвестиций, вложенных в бизнес, которые будут содействовать постоянному самосовершенствованию и достижению целей, выражаемая

через финансовые показатели [Šulák, Vacík, 2005]. Обычно показатели финансовой результативности подразделяют на две группы: рыночные и бухгалтерские. К рыночным относятся те индикаторы, которые основаны на рыночных данных (рыночная капитализация, коэффициент Тобина и др.), а бухгалтерским – которые основаны на бухгалтерской отчетности (показатели прибыльности и рентабельности, такие как чистая прибыль, экономическая добавленная ценность, рентабельность собственного капитала, операционная маржа и др.)

В рамках эмпирического исследования был представлен **обзор литературы** на тему взаимосвязи между результативностью компаний и вознаграждением CEO. Отдельный акцент был сделан на структуру контракта CEO. На основе представленного обзора было сформулировано три **исследовательские гипотезы**:

H1: Отдача от вознаграждения CEO выше в тех банках, с CEO которых заключен контракт, по сравнению с банками, которыми руководит CEO без контракта;

H2: Монетарное вознаграждение CEO, с которыми заключен трудовой контракт, служит драйвером результативности банков под их управлением;

H3: Банки, контракты CEO которых являются полными, результативнее банков, контракты CEO которых не являются полными.

Для их тестирования были построены две сквозные регрессионные модели.

В **конечную выборку** вошел 71 банк США, торгующийся на американском фондовом рынке и входящий в индекс S&P 1500 Composite в период с 2013 по 2015 гг. Данные о результативности банков, вознаграждении и структуре трудовых контрактов CEO собирались из таких **источников** как прокси отчеты по форме DEF 14A для Комиссии по ценным бумагам и биржам США, непосредственно трудовые контракты CEO и база данных Thomson Reuters Eikon.

**Результаты эконометрического анализа** следующие. Во-первых, все три исследовательские гипотезы были успешно приняты. Во-вторых, одним из нетривиальных результатов стало то, что ROE банков, заключивших с CEO контракты, оказалось ниже, чем ROE банков, не сделавших этого. Возможное объяснение этому заключается в следующем. Поскольку как ROE, так и совокупные активы банков, заключивших контракты, в среднем оказались ниже, чем банков, которые контракты не заключали, можно предположить, что трудовой контракт CEO – это средство, которое чаще используется в банках, находящихся на относительно начальных этапах своего жизненного цикла, когда их размер и финансовая результативность, как правило, невелики. В-третьих, был получен еще один нетривиальный результат о том, что в банках, имеющих контракт с CEO, отдача от денежного вознаграждения оказалась большей, чем отдача от долевого вознаграждения, по сравнению

с банками, не имеющими контракта с СЕО. Это объясняется тем, что денежное вознаграждение пользуется большим спросом, чем доленое, в небольших банках (к которым как раз и относятся те банки, которые обычно заключают контракт с СЕО). Причина этого кроется в самой сути доленого вознаграждения, которое обычно является более рисковым, более неопределенным, т.к. содержит в себе ограниченность. Ограниченность как минимум за счет ликвидности. Сложно спорить с тем фактом, что ликвидность финансовых инструментов небольших банков обычно ниже тех же инструментов, но крупных игроков, «голубых фишек». Именно это и может служить одной из причин того, почему монетарное вознаграждение результативнее, чем доленое, в небольших коммерческих банках.

**Практическая значимость** данного исследования заключается в том, что на основании его результатов можно говорить, что использование трудовых контрактов для мотивации топ-менеджмента банков (в частности, СЕО) будет целесообразней для небольших банков. В этом случае, их финансовая результативность (ROE) будет выше. Кроме того, такой инструмент как контракты предлагается использовать для мотивации СЕО в тех банках, которые находятся на начальных этапах своего жизненного цикла, когда их размер не очень велик. При этом для мотивации СЕО в таких банках следует делать акцент на денежную часть вознаграждения. Особое внимание следует уделять самой структуре контракта. В частности, подробно прописывать размеры и условия вознаграждения или заключать контракты на определенный срок. Наконец, результаты данной работы могли бы быть полезны исследователям, заинтересованным в вопросах корпоративного управления, в частности в области вознаграждения менеджмента.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Армстронг, М. Практика управления человеческими ресурсами. / М. Армстронг. — 8-е изд. — СПб. : Питер, 2004. — 824 с.
2. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов. Базовый курс / Р. Брейли, С. Майерс, Ф. Аллен. — 2-у изд.: Пер. с англ. — М. : ООО «И.Д. Вильямс», 2015. — 576 с.
3. Ветлужских, Е. Система вознаграждения: Как разработать цели и KPI. / Е. Ветлужских. — 3-е изд., М. : Альпина Паблишер. 2014. — 218 с. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://lib.alpinadigital.ru/>
4. Друкер П.Ф. Практика менеджмента / П.Ф. Друкер. — Пер. с англ. : Уч. пос. — М. : Издательский дом «Вильямс», 2007. — 400 с.
5. Ковалев В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры / В.В. Ковалев. — М.: Финансы и статистика, 2006. — 560 с.
6. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. — 1024 с.
7. Мишурова И.В. Управление мотивацией персонала: Учебно-практическое пособие / И.В. Мишурова, П.В. Кутелев. — Изд-е 2-е, испр. и доп. — Москва: ИКЦ «МарТ», 2004. — 240 с. (Серия «Новые технологии»).
8. МОТ. Рекомендация Международной Организации Труда от 15 июня 2006 г. N 198 «О трудовом правоотношении» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://base.garant.ru/2565276/>
9. Обухова Е.В. Ограничительные условия в трудовых договорах / Е.В. Обухова. — Право. Журнал Высшей школы экономики, 2016. — № 2. — С. 27–35
10. Роуз П. Банковский менеджмент / П. Роуз. — Пер. с англ. — М.: Академия народного хозяйства при Правительстве РФ: Дело. — 1997. — 768 с.
11. Соколов Я.В. Основы теории бухгалтерского учета. / Я.В. Соколов. — М.: Финансы и статистика, 2000.
12. Соломанидина Т.О. Мотивация трудовой деятельности персонала / Т.О. Соломанидина, В.Г. Соломанидин — М.: «Журнал «Управление персоналом», 2005. — 278 с.
13. Хендерсон Р. Компенсационный менеджмент / Р. Хендерсон. — 8-е изд. — Пер. с англ. под ред. Горелова Н.А. — СПб.: Питер, 2004. — 880 с.: ил. — (Серия «Бизнес-класс»)
14. Ang J., Lauterbach B., Schreiber B.Z. 2002. Pay at the executive suite: How do US banks compensate their top management teams? Journal of Banking and Finance, 26, 1143–1163.
15. Baker G., Gibbons R., Murphy K.J. 2002. Relational contracts and the theory of the firm. Q. J. Econ. 117, 39–84.

16. Barro J.R., Barro R.J. 1990. Pay, performance, and turnover of bank CEOs. *Journal of Labor Economics*, 8, 448–481.
17. Bayer C., Burhop C. 2009. Corporate governance and incentive contracts: historical evidence from a legal reform. *Explorations in Economic History*, 46, 464–481.
18. Bititci U.S., Carrie A.S., McDevitt L. 1997. Integrated Performance Measurement Systems: a Development Guide. *International Journal of Operations & Production Management*, vol. 17, no. 5-6, 522-534.
19. Black's Law Dictionary [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://thelawdictionary.org/employment-contract/>
20. Core J.E., Holthausen R.W., Larcker D.F. 1999. Corporate governance, chief executive office compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371—406.
21. Coughlan A., Schmidt R. 1985. Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 43–66.
22. Courtis J.K. 1978. Modeling a Financial Ratios Categorical Framework. *Journal of Business Finance and Accounting*, 5 (4), 371-386.
23. CPI Detailed Report March 2016 / Bureau of Labor Statistics. — 2016. —117 p., Table 24, p. 71.
24. Cuñat V., Guadalupe M. 2009. Executive compensation and competition in the banking and financial sectors. *Journal of Banking and Finance*, 33, 495–504.
25. Dictionary of Economics. 2003. The Economist. Bannock G., Baxter R.E., Davis E. Profile Books Ltd.
26. Dow Jones. 2005 December 28. Mattel Former Pres to Receive 5.4 million Separation Payment. Dow Jones Corporate Filing Alert.
27. Dvoracek J. 2005. Audit of business and its operations. In Czech: Audit podniku a jeho operaci. Praha: C. H. Beck. 165 p.
28. EA1. Employment and Non-Competition Agreement between Claude E. Davis and First Financial Bancorp. Dated September 21, 2004. / Официальный сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам США [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/>
29. EA2. Amended and Restated Employment and Non-Competition Agreement. August 2006 / Официальный сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам США [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/>
30. EA3. Employment and Non-Competition Agreement. December 2010 / Официальный сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам США [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/>

31. EA4. Employment and Non-Competition Agreement. December 2011 / Официальный сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам США [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/>
32. EBF, European Banking Federation. 2014. European Banking Sector Facts and Figures [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.ebf-fbe.eu/publications/statistics/>
33. EBF, European Banking Federation. 2015. European Banking Sector Facts and Figures. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.ebf-fbe.eu/publications/statistics/>
34. Ferri R. 2013. Broad Market Does Not Mean Total Market. Forbes. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.forbes.com/sites/rickferri/2013/05/30/broad-market-does-not-mean-total-market/#659e11268546>
35. Forbes. 2011. Historical Chart: Two Decades of CEO Pay [Электронный ресурс] Forbes.com. — Режим доступа: <http://www.forbes.com/lists/2011/12/ceo-pay-20-year-historical-chart.html>
36. FRED USROE. Federal Reserve Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis. Return on Average Equity for all U.S. Banks. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://fred.stlouisfed.org/series/USROE#0>
37. Gaver J.J. 1992. Incentive effects and managerial compensation contracts: a study of performance plan adoptions. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 7(2), 137–156.
38. Gillan S.L., Hartzell J.C., Parrino R. 2009. Explicit vs. implicit contracts: evidence from CEO employment agreements. J. Financ. 64, 1629–1655.
39. Graham M.D., Roth T.A., Dugan D. 2008. Effective Executive Compensation: Creating a Total Rewards Strategy for Executives. AMACOM. 544 p. [Электронный ресурс] — Режим доступа: [Books24x7.com](http://Books24x7.com).
40. Gray Wireline Service, Inc. v. Cavanna, 374 S.W.3d 464, Tex.App.-Waco, October 12, 2011 (No. 10-11-00058-CV).
41. Huang P. 2011. Marital prenups? A look at CEO severance agreements. Working Paper. Tulane University.
42. IAS 19. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 19 «Вознаграждения работникам» (введен в действие на территории РФ Приказом Минфина России от 18.07.2012 N 106н) (ред. от 11.06.2015). [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_133865/38406bbe9858f6ebee6b1d8522d5a529f718f3b/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_133865/38406bbe9858f6ebee6b1d8522d5a529f718f3b/)
43. Jensen M., Murphy K.J. 1990. Performance pay and top-management incentives. Journal of political economy, 98, 225-264.

44. John K., Mehran H., Qian Y. 2010. Outside monitoring and CEO compensation in the banking industry. *Journal of Corporate Finance*, 16, 383–399.
45. Johnson K.C. 1985. Golden Parachutes and the Business Judgment Rule: Toward the Proper Standard of Review. 94 *Yale L.J.* 909.
46. Joyce W.B. 2001. Return and Reward: Bank Performance and CEO Compensation. *American Business Review*. Vol. 19, Issue 2, 93-100
47. JPMorgan Chase & Co. DEF 14A Proxy Statement, 05.04.2017. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/19617/000001961717000340/jpmc2017definitiveproxy.htm#s10887FE5F2E39A22CCF4791C706489BE>
48. Kaplan R.S., Norton D. P. 1992. The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance. *Harvard Business Review* (January–February), 71–79.
49. Kaplan S.N. 1994. Chief executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy*, 15, 445–467.
50. Klein B., Crawford R.G., Alchian A.A. 1978. Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process. *J. Law Econ.* 21, 297–326.
51. Klein B., Leffler K. 1981. The role of market forces in assuring contractual performance. *J. Polit. Econ.* 84, 615–641.
52. Kuo C.-S., Leon Li M.-Y., Yu S.-E. 2013. Non-uniform effects of CEO equity-based compensation on firm performance – An application of a panel threshold regression model. *The British Accounting Review*, 45, 203-214.
53. Labró P. 2016. Profitability and risks for European banks: diverging trends. *CaixaBank Research*. Monthly report 07, 34-35.
54. Lafley A.G. 2009. What only the CEO can do. *Harvard Business Review*. Boston, Vol. 87, N.5, P. 54-62
55. Larcker D.F., Donatiello N.E., Tayan B. 2016. Americans and CEO Pay: 2016 Public Perception Survey on CEO Compensation. Stanford Rock Center for Corporate Governance. 17 p.
56. Lexicon FT. Performance Definition. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://lexicon.ft.com/Term?term=performance>
57. Lin T.C.W. 2014. CEOs and Presidents. *UC Davis Law Review*, Vol. 47, pp. 1351-1416. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract\\_id=2428371&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2428371&download=yes)

58. Matolcsy Z., Shan Y., Seethamraju V. 2012. The timing of changes in CEO compensation from cash bonus to equity-based compensation: Determinants and performance consequences. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 8, 78–91.
59. Matousek R., Tzeremes N.G. 2016. CEO Compensation and Bank Efficiency: An Application of Conditional Nonparametric Frontiers. *European Journal of Operational Research*, 251, 264–273.
60. McGregor D. 1960. *The Human Side of Enterprise*. McGraw-Hill Book Company, Inc. New-York, 246 p.
61. Mehran H. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38, 163–184.
62. Merchant K. A. 2010. Performance-dependent incentives: some puzzles to ponder. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(4), 559–567.
63. Meridian Compensation Partners. 2015. Executive Compensation in the Banking Industry: Emerging Trends and Best Practices 2014-2015. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.meridiancp.com/insights/research/executive-compensation-in-the-banking-industry/>
64. Murphy K.J. 1985. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 11–42.
65. Murphy K.J. 1999. Chapter 38 Executive compensation. *Handbook of Labor Economics*. Volume 3, Part B, 2485–2563.
66. Otley D.T. 1999. Performance Management: A Framework for Management Control System Research. *Management Accounting Research*, vol. 10, no. 4, 363–382.
67. Oxford Dictionary of Law (8 ed.) Edited by Jonathan Law. Oxford University Press, Online version, 2015. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://proxy.library.spbu.ru:2827/view/10.1093/acref/9780199664924.001.0001/acref-9780199664924-e-862?rskey=dexvXG&result=932>
68. Ozkan N. 2007. Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *J. of Multi. Fin. Manag.*, 17, 349–364.
69. Penman S.H. 1996. The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth. *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, No. 2, pp. 235–259.
70. Rabson N., Lovett J., Williamson E., Parker G. 2014. Guide to restrictive covenants in the employment context. *Linktakers.com*.
71. Rosen S. 1982. Authority, control, and the distribution of earnings. *Bell Journal of Economics*, 13, 311–323.



72. Russel K., Williams J. 2016. Meet the Highest-Paid C.E.O.s in 2015. The New York Times. May 27, 2016. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.nytimes.com/interactive/2016/05/29/business/how-much-ceos-made-last-year.html>
73. Schwab S.J., Thomas R.L. 2006. An Empirical Analysis of CEO Employment Contracts: What Do Top Executives Bargain For? Wash. & Lee L. Rev, 63, 231-270.
74. SEC Proxy Statements DEF 14A JPMorgan Chase & Co. 2001-2016 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/>
75. SEC. US SEC Form 8-K Current Report [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/files/form8-k.pdf>
76. Short B. 1979. The relation between commercial bank profit rates and banking concentration in Canada, Western Europe, and Japan. Journal of Banking and Finance, 3, 209-219.
77. Sloan R. G. 1993. Accounting earnings and top executive compensation. Journal of Accounting and Economics, 16, 55–100.
78. Song W.-L., Wan K.-M. 2014. Explicit employment contracts and CEO compensation. J. Corp. Finance.
79. Spitzer D.R. 2007. Transforming performance measurement: rethinking the way we measure and drive organizational success. New York: Amacom. 288 p.
80. Statista ROE. The Statistic Portal. China: return on equity of banks 2015. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.statista.com/statistics/278023/return-on-equity-of-banks-in-china-since-2007/>
81. Šulák M., Vacík E. 2005. Business Performance Measurement. In Czech: Měření výkonnosti firem. Praha: Eupress, 2005, 90 p.
82. The New York Times. 2016. Russel, K., Williams, J. Meet the Highest-Paid C.E.O.s in 2015. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.nytimes.com/interactive/2016/05/29/business/how-much-ceos-made-last-year.html>
83. Wagner J. 2009. Performance Measurement: How to Measure, Evaluate, and Use Business Performance Information. In Czech: Měření výkonnosti: Jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti. Grada. Praha.
84. Wise D. 2007. Fortune's Most Admired Companies: Executive Compensation Practices, Executive Short-Term 4 Incentive Design Survey.
85. Zhao J. 2013. Entrenchment or incentive? CEO employment contracts and acquisition decisions. Journal of Corporate Finance, 22, 124–152.

## ПРИЛОЖЕНИЕ. СТАТИСТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ПЕРЕМЕННЫХ ИССЛЕДОВАНИЯ

**Таблица 12.**      Описательная статистика переменных, использованных в эмпирическом исследовании, за 2013 г.

Переменная	Наблюдения	Среднее	СКО	Мин	Макс
<i>ROE</i>	69	0.0907	0.0357	0.0107	0.1829
<i>Size</i>	71	$1.74 \cdot 10^{11}$	$4.78 \cdot 10^{11}$	$2.35 \cdot 10^9$	$2.42 \cdot 10^{12}$
<i>Lev</i>	71	0.8867	0.0192	0.8420	0.9281
<i>Growth</i>	66	1.4307	0.5346	0.1696	2.8905
<i>Cash</i>	71	1955063	1618852	471000	8300000
<i>Equity</i>	70	2387642	3099112	0	$1.25 \cdot 10^7$
<i>Remun</i>	71	4891259	4791448	531569	$1.99 \cdot 10^7$
<i>EA</i>	71	0.4648	0.5023	0	1
<i>ContEmp</i>	71	0.3521	0.4810	0	1
<i>Coven</i>	71	0.2535	0.4381	0	1
<i>CompFull</i>	71	0.0141	0.1187	0	1
<i>SevFull</i>	71	0.0845	0.2801	0	1

**Таблица 13.**      Описательная статистика переменных, использованных в эмпирическом исследовании, за 2014 г.

Переменная	Наблюдения	Среднее	СКО	Мин	Макс
<i>ROE</i>	70	0.0940	0.0292	0.0209	0.1664
<i>Size</i>	71	$1.77 \cdot 10^{11}$	$4.84 \cdot 10^{11}$	$2.29 \cdot 10^9$	$2.53 \cdot 10^{12}$
<i>Lev</i>	70	0.8854	0.0195	0.8225	0.9286
<i>Growth</i>	67	1.3720	0.4175	0.7300	2.7866
<i>Cash</i>	71	2184419	2040382	575787.4	$1.14 \cdot 10^7$
<i>Equity</i>	71	2519380	3620986	0	$1.82 \cdot 10^7$
<i>Remun</i>	71	5536106	5807102	597162.4	$2.73 \cdot 10^7$
<i>EA</i>	71	0.4648	0.5023	0	1
<i>ContEmp</i>	71	0.3521	0.4810	0	1
<i>Coven</i>	71	0.2394	0.4298	0	1
<i>CompFull</i>	71	0.0282	0.1666	0	1
<i>SevFull</i>	71	0.0704	0.2577	0	1

**Таблица 14.** Описательная статистика переменных, использованных в эмпирическом исследовании, за 2015 г.

Переменная	Наблюдения	Среднее	СКО	Мин	Макс
<i>ROE</i>	71	0.0892	0.0276	0.0359	0.1551
<i>Size</i>	71	$1.76 \cdot 10^{11}$	$4.71 \text{E} \cdot 10^{11}$	$2.46 \cdot 10^9$	$2.31 \cdot 10^{12}$
<i>Lev</i>	70	0.8861	0.0196	0.8292	0.9284
<i>Growth</i>	66	1.3526	0.4552	0.6820	3.0554
<i>Cash</i>	65	2240690	1941690	280236	$1.03 \cdot 10^7$
<i>Equity</i>	65	2618271	3380953	0	$1.37 \cdot 10^7$
<i>Remun</i>	65	5347861	5123659	302944	$2.22 \cdot 10^7$
<i>EA</i>	71	0.4648	0.5023	0	1
<i>ContEmp</i>	71	0.3521	0.4810	0	1
<i>Coven</i>	71	0.2254	0.4208	0	1
<i>CompFull</i>	71	0.0423	0.2026	0	1
<i>SevFull</i>	71	0.0704	0.2577	0	1

**Таблица 15.** Описательная статистика переменных, использованных в эмпирическом исследовании, по банкам, не заключившим контракт с СЕО

Переменная	Наблюдения	Среднее	СКО	Мин	Макс
<i>ROE</i>	113	0.0953	0.0344	0.0107	0.1829
<i>Size</i>	114	$3.10 \cdot 10^{11}$	$6.20 \cdot 10^{11}$	$2.67 \cdot 10^9$	$2.53 \cdot 10^{12}$
<i>Lev</i>	112	0.8887	0.0191	0.8225	0.9286
<i>Growth</i>	108	1.3948	0.5710	0.1696	3.0554
<i>Cash</i>	112	2677632	2242349	280236	$1.14 \cdot 10^7$
<i>Equity</i>	112	3682570	4000498	0	$1.82 \cdot 10^7$
<i>Remun</i>	112	6850895	6121879	302944	$2.73 \cdot 10^7$
<i>EA</i>	114	0	0	0	0
<i>ContEmp</i>	114	0	0	0	0
<i>Coven</i>	114	0	0	0	0
<i>CompFull</i>	114	0	0	0	0
<i>SevFull</i>	114	0	0	0	0

**Таблица 16.**      Описательная статистика переменных, использованных в эмпирическом исследовании, по банкам, заключившим контракт с CEO

<b>Переменная</b>	<b>Наблюдения</b>	<b>Среднее</b>	<b>СКО</b>	<b>Мин</b>	<b>Макс</b>
<i>ROE</i>	97	0.0866	0.0257	0.0176	0.1732
<i>Size</i>	99	$2.16 \cdot 10^{10}$	$3.85 \cdot 10^{10}$	$2.29 \cdot 10^9$	$2.06 \cdot 10^{11}$
<i>Lev</i>	99	0.8831	0.0193	0.8329	0.9247
<i>Growth</i>	91	1.3734	0.3138	0.7036	2.3281
<i>Cash</i>	95	1470035	957886.1	471000	5408063
<i>Equity</i>	94	1103731	1457576	0	8999996
<i>Remun</i>	95	3375301	3063879	619184	$1.64 \cdot 10^7$
<i>EA</i>	99	1	0	1	1
<i>ContEmp</i>	99	0.7576	0.4307	0	1
<i>Coven</i>	99	0.5152	0.5023	0	1
<i>CompFull</i>	99	0.0606	0.2398	0	1
<i>SevFull</i>	99	0.1616	0.3700	0	1